

Osakepalkitsemisen pitkäjänteisyys sidosryhmien näkökulmasta

Laskentatoimi
Maisterin tutkinnon tutkielma
Tytti-Maaria Niiva
2012

Tekijä Tytti Niiva

Työn nimi Osakepalkitsemisen pitkäjänteisyys sidosryhmien näkökulmasta

Tutkinto Kauppatieteiden maisteri

Koulutusohjelma Johdon laskentatoimi

Työn ohjaaja(t) Terhi Chakhovich, Teemu Malmi

Hyväksymisvuosi 2012**Sivumäärä** 105**Kieli**
Suomi

Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää, mikä on sidosryhmien: analyytikkojen, omistajien ja hallituksen jäsenten näkökulmasta pitkäjänteistä osakepalkitsemista. Tätä kysymystä kannattaa tutkia, sillä Bebchukin ja Friedin (2010a) mukaan on epätietoisuutta siitä, miten voidaan saavuttaa pitkäjänteinen palkitsemissopimus. Sidosryhmiä haastatteleamalla voidaan saada objektiivisempaa käsitystä siitä, mikä on pitkäjänteistä osakepalkitsemista. Sidosryhmiä kannattaa myös haastatella, koska sidosryhmät voivat vaikuttaa sopimuksentekoympäristöön ja sopimuksen sisältöön (Cadman, Klasa ja Matsunaga, 2009) ja sidosryhmien näkemysten selvittäminen kertoo, kuinka hyvin nämä ryhmät pystyvät arvioimaan palkitsemista. Osakkeenomistajien (ja muiden sidosryhmien) pitäisi pystyä arvioimaan palkitsemista, jotta he voivat tarvittaessa painostaa yritystä omaksumaan toisenlaiset palkitsemisjärjestelyt. (Bebchuk ja Fried 2004).

Tässä case-tutkimuksessa käytettiin puolistrukturoitua haastattelua. Tämän menetelmän valintaa voidaan perustella sillä, että suurin osa hyvän hallintotavan tutkimuksesta on luonteeltaan kvantitatiivista (Adams et al. 2009; Werner and Ward 2004). Tarvitaan kuitenkin myös kvalitatiivista hyvän hallintotavan tutkimusta, sillä monet ”pehmeät” hyvän hallintotavan ulottuvuudet eivät ole tutkittavissa kvantitatiivisin menetelmin (Kostiander 2011). Tutkimuksesta saatiin seuraavia tuloksia. Haastateltujen mukaan Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmä kannustaa johtoa oikeaan suuntaan. Kuitenkin tarkastellessaan osakepalkitsemisjärjestelmän yksityiskohtia, he olivat sitä mieltä, että järjestelmä ei ole pitkän aikavälin järjestelmä. Haastateltujen mukaan pitkäjänteinen osakepalkitsemisjärjestelmä kannustaa johtajaa luomaan jatkuvasti lisäarvoa. Jotta palkitseminen olisi pitkäjänteistä, ansaintaperiodin täytyy olla pidempi kuin yksi vuosi. Ansaintaperiodilla tarkoitetaan jaksoa, jolta johtajan suoritus mitataan. Jos ansaintaperiodi on vuosi, osakepalkitseminen on lyhyen aikavälin palkitsemista, sillä se ei eroa riittävästi lyhyen aikavälin bonuspalkitsemisesta. Tästä tutkimuksesta saadaan siis vahvistusta aikaisemman tutkimuksen argumenteille, joiden mukaan lyhyin väliajoin mitattava laskentatoimen tulostittari ei kannusta pitkäjänteiseen toimintaan (Murphy ja Jensen 2011). Tutkimuksen tulokseksi saatiin, että haastatelluilla sidosryhmillä on kykyä arvioida palkitsemisen pitkäjänteisyyttä kuten sen motivoivuutta ja sitouttavuutta, mutta he eivät silti pysty arvioimaan palkitsemista riittävästi, koska palkitsemisesta tiedottaminen on puutteellista. Haastatellut eivät voi tietää, onko järjestelmä riskinottoon kannustava eli lineaarinen vai epälineaarinen, koska järjestelmän suoritusvoitteita ei ole julkistettu. Epälineaarinen järjestelmä kannustaa riskinottoon. Järjestelmän pitkäjänteisyyden kannalta on tärkeää, että järjestelmän mittarit eivät ole ristiriidassa yrityksen strategian kanssa. Mittareiden EPS ja ROCE nähtiin olevan ristiriidassa Case-yrityksen kasvustrategian kanssa.

tegian kanssa, koska nämä mittarit eivät kannusta tekemään yrityskauppoja. De Angeliksen ja Grinsteinin (2011) mukaan yrityskauppoja tekevissä yrityksissä käytetään enemmän markkina-perusteisia mittareita kuin laskentatoimeen perustuvia mittareita. Tämä viittaisi siihen, että yritys-
tyskauppoja tekeviin yrityksiin sopisivat laskentatoimen mittareita paremmin markkinaperusteiset mittarit. Tutkimus antaa myös viitteitä siitä, että pienen omistususuuden omistajilta saattaa puuttua motivaatiota vaikuttaa palkitsemiseen.

Avainsanat johdon palkitseminen, pitkäjänteisyys, osakepalkitseminen

1 JOHDANTO.....	1
2 YLIMMÄN JOHDON PALKITSEMINEN.....	4
2.1 Agenttiteoria.....	4
2.2 Hyvä hallintotapa.....	8
2.3 Palkitsemismuodot	10
2.3.1 Kiinteä palkka	11
2.3.2 Tulospalkkiot.....	13
2.3.3 Osakepalkitseminen	18
2.3.4 Optiopalkitseminen	21
2.3.5 Lisäeläkkeet ja muu palkitseminen.....	24
3 PALKITSEMISJÄRJESTELMÄN OMINAISUUDET	27
3.1 Suoritusmittarit	27
3.1.1 Informatiivisuusperiaate	28
3.1.2 Kontrolloitavuusperiaate	29
3.1.3 Yleistä suoritusmittareista	30
3.1.4 Osakekurssi.....	33
3.1.5 Ei-taloudelliset suoritusmittarit.....	35
3.1.6 Taloudellinen lisäarvo.....	38
3.1.7 Laskentatoimen mittarit.....	39
3.1.8 Hallituksen subjektiivinen jälkikäteisarviointi ja palkkioiden takaisinperintä	43
3.2 Ansaintaperiodi	44
3.3 Sitouttamisperiodi	47
3.5 Osakkeiden ja optioiden omistusvaatimukset	51
4 TUTKIMUSMENETELMÄ.....	53
4.1 Metodologia ja menetelmä	53
4.2 Case-tutkimus	59
4.3 Case-yrityksen taustaa.....	60
4.4 Ylimmän johdon palkitseminen Case-yrityksessä.....	62
5 TULOKSET KOSKIEN OSAKEPALKITSEMISEN PITKÄJÄNTEISYYTTÄ	67
5.1 Suorituksenarviointijärjestelmät	67
5.2 Palkitsemisjärjestelmän yhdenmukaisuus yrityksen strategisten tavoitteiden kanssa	68
5.3 Mittarien pitkäjänteisyys	71
5.3.1 Mittarin pysyminen samana	71

5.3.2 Mittarien merkitys.....	71
5.3.3 Osakekurssi verrattuna laskentatoimen mittareihin.....	73
5.4 Johdon ja yrityksen aikajänteet ja palkitsemisjärjestelmä	75
5.5 Jatkuva lisäarvon luominen	76
5.6 Ansaintaperiodit	78
5.7 Sitouttaminen	83
5.8 Motivointi	88
6 JOHTOPÄÄTÖKSET	92

1 JOHDANTO

Tämän case-tutkimuksen tarkoituksena on vastata kysymykseen, mitä on ylimmän johdon pitkäjänteinen osakepalkitseminen sidosryhmien näkökulmasta. Osakepalkitsemisella ja osakeperusteisella palkitsemisella tarkoitetaan tässä tutkimuksessa johdon palkitsemista osakkeilla.

Ylimmän johdon palkitseminen on paljon tutkittu aihe, mutta vuosien 2008- 2009 rahoituskriisi on synnyttänyt uuden mielenkiinnon aihetta kohtaan (esim. Bebchuk 2010, Core ja Guay 2010, Okamoto ja Edwards 2010). On argumentoitu, että palkitseminen olisi ollut yhtenä syynä rahoituskriisin syntymiseen (esim. Bebchuk ja Spamann 2010, Bhagat ja Romano 2010, Okamoto ja Edwards 2010, Cheng et al. 2009). Tämän vuoksi viranomaiset ja tutkijat ovat kiinnittäneet viime aikoina huomiota johdon palkitsemisen pitkäjänteisyyteen (esim. Dittmann et al. 2011, Core ja Guay 2010, Bebchuk 2010). Esimerkiksi Bebchuk ja Fried (2004) sekä Bhagat ja Romano (2010) argumentoivat, että pitkäjänteinen palkitseminen on palkitsemista, joka maksimoi osakkeenomistajien arvon pitkällä aikavälillä. Myös tässä tutkimuksessa tehdään edellä mainittu oletus. Yhdysvaltain keskuspankin ehdotetussa palkitsemisen ohjeistuksessa (Proposed Guidance on Sound Incentive Compensation Policies 2009) todetaan, että pankkien tapauksessa se, että saadaan työntekijät toimimaan osakkeenomistajien etujen kanssa, ei välttämättä riitä. Talletussuojan takia pankin osakkeenomistajat saattavat sallia riskinoton, joka ei ole organisaation edun mukaista. Koska Case-yritys ei ole rahoitusalan yritys, oletetaan, että pitkäjänteisyys on yhdenmukaisuutta pitkän aikavälin osakkeenomistajien etujen kanssa. Lyhytjänteisellä palkitsemisella tarkoitetaan tässä tutkimuksessa palkitsemista, joka ei maksimoi osakkeenomistajien arvoa pitkällä aikavälillä.

Kuitenkaan siitä, miten saavuttaa pitkäjänteinen palkitseminen, ei ole saavutettu yksimielisyyttä (Bebchuk ja Fried 2010a). Bebchukin ja Friedin (2010a) mukaan se, kannustaako palkitsemisjärjestelmä pitkäjänteiseen toimintaan, riippuu järjestelmän rakenteesta ja sen ehdoista. Heidän mukaansa on kuitenkin erimielisyyttä siitä, minkälaiset järjestelmän ehtojen tulisi olla, jotta järjestelmä kannustaisi pitkäjänteiseen toimintaan. Ymmärryksemme toimitusjohtajan palkitsemissopimuksen ehdoista on vajavainen, mikä johtuu siitä, että palkitsemisesta tiedottaminen on puutteellista eli palkitsemissopimuksen ehtoja ei ole kokonaisuudessaan julkistettu. (De Angelis ja Grinstein 2011) Suurin osa hyvän hallintotavan tutkimuksesta on luonteeltaan kvantitatiivista (Adams et al.

2009; Werner and Ward 2004) Tarvitaan kuitenkin myös kvalitatiivista hyvän hallintotavan tutkimusta, sillä monet ”pehmeät” hyvän hallintotavan ulottuvuudet eivät ole tutkittavissa kvantitatiivisin menetelmin (Kostiander 2011).

Sidosryhmien näkemysten selvittäminen on tärkeää kolmesta eri syystä. Ensinnäkin analyytikkojen, omistajien ja hallituksen jäsenten näkemysten selvittäminen voi tuoda uusia viitteitä siitä, minkälaista on pitkäjänteinen palkitseminen. Toiseksi sidosryhmät voivat vaikuttaa sopimuksetko-ympäristöön ja sopimuksen sisältöön, jolloin heidän näkemyksensä on tärkeä (Cadman, Klasa ja Matsunaga, 2009). Kolmanneksi sidosryhmien näkemysten selvittäminen kertoo, kuinka hyvin nämä ryhmät pystyvät arvioimaan palkitsemista. Osakkeenomistajien (ja muiden sidosryhmien) pitäisi pystyä arvioimaan palkitsemista, jotta he voivat tarvittaessa painostaa yritystä omaksumaan toisenlaiset palkitsemisjärjestelyt. (Bebchuk ja Fried 2004).

Tämä tutkimus on case-tutkimus. Tutkimusta varten on haastateltu Case-yrityksen hallituksen puheenjohtajaa ja varapuheenjohtajaa, Case-yritystä seuraavia analyytikkoja sekä Case-yrityksen omistajia. Näitä haastatteluja käytetään myös toisessa tutkimuksessa¹. Tutkimuksesta saatiin seuraavia tuloksia. Haastateltujen mukaan Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmä kannustaa johtoa oikeaan suuntaan. Kuitenkin tarkastellessaan osakepalkitsemisjärjestelmän yksityiskohtia, he olivat sitä mieltä, että järjestelmä ei ole pitkän aikavälin järjestelmä. Haastateltujen mukaan pitkäjänteinen osakepalkitsemisjärjestelmä kannustaa johtajaa luomaan jatkuvasti lisäarvoa. Jotta palkitseminen olisi pitkäjänteistä, ansaintaperiodin täytyy olla pidempi kuin yksi vuosi. Ansaintaperiodilla tarkoitetaan jaksoa, jolta johtajan suoritus mitataan. Jos ansaintaperiodi on vuosi, osakepalkitseminen on lyhyen aikavälin palkitsemista, sillä se ei eroa riittävästi lyhyen aikavälin bonuspalkitsemisesta. Tästä tutkimuksesta saadaan siis vahvistusta aikaisemman tutkimuksen argumenteille, joiden mukaan lyhyin väliajoin mitattava laskentatoimen tulostittari ei kannusta pitkäjänteiseen toimintaan (Murphy ja Jensen 2011). Tutkimuksen tulokseksi saatiin, että haastatelluilla sidosryhmillä on kykyä arvioida palkitsemisen pitkäjänteisyyttä kuten sen motivoivuutta ja sitouttavuutta, mutta he eivät silti pysty arvioimaan palkitsemista riittävästi, koska palkitsemisesta tiedottaminen on puut-

¹ Chakhovich, Terhi, Moving targets and sitting ducks: The differing nature of target levels in two companies with focuses on financial and product markets, paper presented at the Annual Congress of European Accounting Association, Rome, Italy, 2011, and Critical Perspectives on Accounting, Clearwater, Florida, USA, 2011.

teellista. Haastatellut eivät voi tietää, onko järjestelmä riskinottoon kannustava eli epä-lineaarinen vai lineaarinen, koska järjestelmän suoritustavoitteita ei ole julkistettu. Epä-lineaarinen järjestelmä kannustaa riskinottoon. Järjestelmän pitkäjänteisyyden kannalta on tärkeää, että järjestelmän mittarit eivät ole ristiriidassa yrityksen strategian kanssa. Mittareiden EPS ja ROCE nähtiin olevan ristiriidassa Case-yrityksen kasvustrategian kanssa, koska nämä mittarit eivät kannusta tekemään yrityskauppoja. De Angeliksen ja Grinsteinin (2011) mukaan yrityskauppoja tekevissä yrityksissä käytetään enemmän markkinaperusteisia mittareita kuin laskentatoimeen perustuvia mittareita. Tämä viittaisi siihen, että yrityskauppoja tekeviin yrityksiin sopisivat laskentatoimen mittareita paremmin markkinaperusteiset mittarit. Tutkimus antaa myös viitteitä siitä, että pienen omistusosuuden omistajilta saattaa puuttua motivaatiota vaikuttaa palkitsemiseen.

Kapeimpiin kuuluvissa tarkasteluissa palkitsemisen pitkäjänteisyyttä on mitattu sitouttamisperiodien pituuden perusteella (esim. Gopalan et al. 2010 ja Hall 2003). Sitouttamisperiodilla tarkoitetaan osakepalkitsemisen tapauksessa sitä, että osakkeita täytyy omistaa jokin aika niiden saamisen jälkeen ennen kuin ne saa myydä. Optioiden tapauksessa sitouttamisperiodilla tarkoitetaan sitä, että optioita täytyy pitää jokin aika niiden saamisen jälkeen ennen kuin ne saa käyttää. Laajempiin palkitsemisen pitkäjänteisyyden tarkasteluihin lukeutuu Bebchukin ja Friedin (2004) kirja, jossa huomioidaan palkitsemisjärjestelmien sisällön ohella palkitsemisen päätöksentekoprosessi ja erilaiset hallintomekanismit kuten osakkeenomistajien vaikutusvalta johdon palkitsemiseen sekä hallituksen riippumattomuus.

Kirjallisuudessa on lähestytty kysymystä miten saavuttaa pitkäjänteinen palkitseminen monesta eri näkökulmasta. Toisaalta kysymystä on lähestytty näkökulmasta miten tuloksenmanipulointi ja palkitseminen liittyvät toisiinsa (Burns ja Kedia 2006, Cheng ja Warfield 2005, Cicero 2009) ja miten palkitseminen pitäisi suunnitella, kun otetaan huomioon johtajan mahdollisuus manipulointiin, jonka avulla hän voi saada suoritukseen perustumatonta palkitsemista (esim. Bebchuk ja Fried 2010b, Peng ja Röell 2008, Goldman ja Slezak 2005). Kysymystä on myös lähestytty näkökulmasta, miten palkitseminen pitäisi suunnitella, jotta se kannustaisi johtajaa riittävässä määrin riskinottoon, mutta ei kannustaisi liialliseen riskinottoon (esim. Bebchuk 2010, Okamoto ja Edwards 2010). Ainakin rahoitusalan yritysten johtajien palkitsemisjärjestelmät ovat mahdollistaneet sen, että johtajat ovat saaneet suuria rahamääräisiä palkkioita ulos yrityksestä

lyhyen aikavälin tulosten perusteella bonus- ja osakeperusteisista palkitsemisjärjestelmistä ennen kuin päätösten seuraukset pitkällä aikavälillä ovat realisoituneet. Nämä palkitsemisjärjestelmät ovat kannustaneet johtoa keskittymään liikaa lyhyen aikavälin tuloksiin siten, että riskinoton vaikutuksia pidemmän aikavälin omistaja-arvoon ei ole tarpeeksi huomioitu. (Bebchuk ja Spamann 2010) Kolmanneksi kysymystä on lähestytty näkökulmasta miten voidaan kannustaa johtajaa investoimaan pitkäjänteisesti (esim. Gopalan et al. 2010). Neljänneksi on tutkittu lyhytnäköisyyttä ja on esimerkiksi argumentoitu, että palkitsemisen sitominen laskentatoimen suoritusmittareihin varsinkin mittausjakson ollessa lyhyt kannustaisi lyhytnäköiseen toimintaan (esim. Raith 2009). Hall (2003) määrittelee lyhytnäköisyyden toiminnaksi, joka kasvattaa lyhyen aikavälin tuloksia pitkän aikavälin diskontattujen kassavirtojen kustannuksella.

Tämä tutkimusraportti etenee seuraavasti. Luvussa kaksi esitellään agenttiteoria, ylimmän johdon palkitseminen osana hyvää hallintotapaa sekä ylimmän johdon palkitsemismuodot. Luvussa kolme kerrotaan osakepalkitsemisjärjestelmän ominaisuuksista. Luvussa neljä kerrotaan tutkimusmenetelmä, luvussa viisi tulokset sekä luvussa kuusi johtopäätökset.

2 YLIMMÄN JOHDON PALKITSEMINEN

2.1 Agenttiteoria

Jensen ja Meckling (1976) määrittelevät agenttisuhteen ”sopimukseksi, jonka mukaan yksi tai useampi henkilö (päämies/päämiehet) palkkaa toisen henkilön (agentin) suorittamaan jonkin palvelun heidän puolestaan, jossa delegoidaan päätöksentekovaltaa agentille” (s. 5). Jos sopimuksen molemmat osapuolet ovat hyödyn maksimoijia, agentti ei välttämättä aina toimi päämiehen edun mukaisesti. Päämies voi pyrkiä rajoittamaan agentin poikkeamista päämiehen edusta asettamalla kannustimia agentille ja valvontaa lisäämällä. Joissain tapauksissa myös agentin kannattaa käyttää resursseja (sitoumuskustannukset) sen takaamiseksi, että hän ei toimi päämiehen etujen vastaisesti. Sitoumuskustannuksissa voisi esimerkiksi olla kysymys eksplisiittisestä sopimisesta johtajan väärinkäytösten varalta tai siitä, että rajataan sopimuksella johtajan päätöksentekovaltaa. Sitoumuskustannusten syntyminen on johtajan edun mukaista niin kauan kuin nettolisäykset johtajan varallisuudessa, joita sitoumuskustannusten syntymisestä seuraa

(agenttikustannusten vähennyttyä ja näin ollen yrityksen arvon noustua) ovat suurempia kuin luontoisedut, joista johtaja joutuu luopumaan. Sen takaaminen, että agentti toimisi mahdollisimman hyvin päämiehen etujen mukaisesti, ei ole kuitenkaan ilmaista, koska valvonta ja kannustimien tuottaminen aiheuttavat kustannuksia. Valvonnasta ja kannustimista huolimatta agentti ei kuitenkaan toimi täysin päämiehen etujen mukaisesti, mistä seuraa kustannus, jäännöstappio. (Jensen ja Meckling 1976) Jensen ja Meckling (1976) määrittelevät agenttikustannukset seuraavien kustannusten summana:

1. päämiehelle koituvat valvontakustannukset
2. agentille koituvat sitoumuskustannukset ja
3. jäännöstappio.

Osakkeenomistajien ja yrityksen johtajien välinen suhde on edellä mainitun määritelmän mukainen agenttisuhte. Tällöin omistajuuden ja kontrollin eriyttämiseen liittyvät seikat hajautuneen omistuksen yrityksissä liittyvät läheisesti agenttiongelmiin. (Jensen ja Meckling 1976)

Omistaja-johtaja pyrkii maksimoimaan saamansa hyödyn yrityksestä. Hän voi saada hyötyä yrityksestä paitsi yrityksen tekemän tuloksen ja muiden rahallisten etujen kautta myös ei-rahallisten seikkojen kautta, joita voivat olla esimerkiksi työntekijöiden kurin taso, hyväntekeväisyyteen sijoitettujen varojen määrä ja se mihin hyväntekeväisyyteen nämä varat sijoitetaan, henkilökohtaiset suhteet työntekijöiden kanssa kuten ystävyys tai kunnioitus, tarvetta parempi tietokone tai tuotannontekijöiden osto ystäviltä. Agenttiongelmia voi aiheutua erilaisista syistä. (Jensen ja Meckling 1976) Korhosen (1997) mukaan omistajien ja johdon välillä on tyypillisesti kolme intressiristiriitaa: johdon pyrkimys oman edun maksimoimiseen esimerkiksi omassa kontrollissaan olevien etujen kautta, johdon haluttomuus ottaa riskejä ja johdon toiminnan lyhyt aikahorisontti. Yksi syy agenttiongelmiin on se, että kun omistaja-johtajan omistusosuus yrityksestä laskee, hänen osuutensa yrityksen tuloksista laskee ja tämä kannustaa häntä käyttämään suuremman osuuden yrityksen resursseista luontoisetuihin. Kun omistaja-johtaja on myynyt osan yrityksen omistuksestaan, hän kantaa vain osan niiden ei-rahallisten etujen kustannuksista, jotka hän ottaa ulos yrityksestä maksimoidakseen oman hyötynsä. Tämä kannustaa omistaja-johtajaa käyttämään suuremman osuuden yrityksen resursseista ei-rahallisiin etuihin. Tällöin omistaja-johtajan omistusosuuden laskiessa vähemmistöomistajille tulee kannattavaksi laittaa enemmän resursseja omistaja-johtajan toiminnan

valvontaan. Kuitenkin Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan on todennäköistä, että tärkein agenttiongelmia syntyy siitä, että kun omistajajohtajan omistusosuus laskee, laskevat myös hänen kannustimensa panostaa merkittävästi luoviin toimintoihin kuten uusien hankkeiden etsimiseen. Johtaja saattaa jopa vältellä tällaisia uusia hankkeita, koska ne aiheuttavat hänelle liikaa vaivaa. Tämä voi johtaa yrityksen arvon alenemiseen. (Jensen ja Meckling 1976)

Yksi agenttiongelmia voi seurata johtajan ja osakkeenomistajien sijoitushorisonttien eroavuudesta. Johtajilla voi olla suhteellisen lyhyt työskentelyhorisontti (aika, jonka johtaja aikoo olla töissä kyseisessä yrityksessä), mikä voi johtaa siihen, että he ovat valmiita uhraamaan pitkän aikavälin arvonluonnin lyhyen aikavälin kannattavuuden parantamiseksi (Cadman et al. 2011). Steinin (1989) mukaan johtajien ja sijoittajien välisen informaatioepäsymmetrian takia johtajien lyhytnäköinen toiminta ei heijastu heti osakekurssiin edes tehokkailla pääomamarkkinoilla. Tämä johtaa siihen, että johtajat eivät kiinnitä tarpeeksi huomiota toimintansa pitkän aikavälin vaikutuksiin, jos he aikovat myydä osakkeita tai käyttää optioita ja myydä siitä saadut osakkeet lyhyellä aikavälillä. Johtajien sijoitushorisontteja voidaan pidentää pidentämällä osakkeiden ja optioiden sitouttamisperiodeita. (Cadman et al. 2011)

Riski on yksi agenttiongelmia. Yritysten ylimmät johtajat ovat luonnostaan riskiä välttäviä; he haluavat välttää suurten riskien ottamista, koska niiden realisoituminen voi johtaa huonoon lopputulokseen, minkä johdosta he voivat menettää työnsä. Sen sijaan osakkeenomistajien intressissä on yritysjohtajien intressiä suurempi riskinotto, mikä johtuu siitä, että riski ja tuotto kulkevat käsi kädessä. Tämän takia osakkeenomistajien tulee tarjota johdolle kannustimia suurempaan riskinottoon, jotta johto toimisi enemmän omistajien etujen mukaisesti. Tässä tarkoituksessa johdolle tarjotaan usein osakeperusteista palkitsemista eli osakkeita ja optioita. (Jensen ja Meckling 1976) Osake- ja optiopalkitseminen ovat tulleet Suomeen Amerikasta omistaja-arvoajattelun mukana ja ovat sittemmin yleistyneet Suomessa merkittävästi (Ikäheimo 2003). Ylintä johtoa tulee siis kannustaa suurempaan riskinottoon palkitsemisella, mutta toisaalta myöskään liiallinen riskinotto ei ole suotavaa eikä osakkeenomistajien etujen mukaista. Johtoa ei saisi kannustaa ottamaan sellaisia riskejä, joiden ottaminen voi nostaa tuloksia lyhyellä aikavälillä, mutta joiden tapauksessa suurten tappioiden todennäköisyys tulevaisuudessa on liian

suuri. (Bebchuk et al. 2010) Johtoa kannustetaan ja ohjataan pitkäjänteiseen toimintaan monilla eri hallintomekanismeilla, joista palkitseminen on yksi. (Brunzell et al. 2009)

On olemassa kaksi erilaista näkökulmaa siitä, miten agenttiongelman ja johdon palkitseminen liittyvät toisiinsa. Toisen näkökulman mukaan johdon palkitsemisjärjestelmät ovat osittainen ratkaisu agenttiongelmahan. Tämän näkökulman mukaan hallitus suunnittelee sellaiset palkitsemisjärjestelmät, jotka kannustavat johtoa maksimoimaan osakkeenomistajien arvoa. (Bebchuk ja Fried 2003) Bebchuk ja Fried (2003) kutsuvat tätä lähestymistapaa optimaalisen sopimuksenteon lähestymistavaksi. Tämä näkökulma on hallitseva näkökulma johdon palkitsemisen tutkimuksessa tietyn taloustieteilijöiden ryhmän keskuudessa. (Bebchuk ja Fried 2003) Joidenkin tätä lähestymistapaa edustavien tutkijoiden mukaan pääasiallinen ongelma käytännössä havaituissa palkitsemisjärjestelmissä on se, että poliittiset johdon palkitsemisen määrää koskevat rajoitukset estävät tarjoamasta johdolle riittävän suuria kannustimia (Jensen and Murphy, 1990).

Toisen näkökulman mukaan, jota Bebchuk ja Fried (2003) kutsuvat johdon valtanäkökulmaksi, johdon palkitseminen nähdään osittaisena ratkaisuna agenttiongelmahan, mutta myös osana agenttiongelmahan. Tämän näkökulman mukaan johto on voinut pystyä vaikuttamaan omaan palkitsemiseensa liikaa pyrkimyksenään maksimoida omaa etuaan, mikä näkyy havaituissa palkitsemisjärjestelyissä. Johdon liiallinen vaikutusvalta omaan palkitsemiseensa voi aiheuttaa merkittäviä kustannuksia osakkeenomistajille, jotka koostuvat johdon saamasta ylimääräisestä palkitsemisesta sekä johdon kannustimien vääristymisen aiheuttamasta yrityksen tuloksen laskemisesta. (Bebchuk ja Fried 2003)

Agenttimallista seuraa riskiä ja kannustimia koskeva päätelmä. Johdolle tarjotaan suoritukseen perustuvaa palkitsemista (johon siis liittyy riskiä johtajan kannalta), jotta saataisiin ponnistusta ja riskiä välttävät johtajat työskentelemään osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Kun johtajalle tarjotaan lisää suoritukseen perustuvaa palkitsemista, hänen kannustimensa kasvattaa osakkeenomistajien arvoa kasvavat. Samalla kuitenkin palkitsemiseen liittyvä riski johtajan kannalta kasvaa, koska suurempi osuus hänen palkitsemisestaan on suoritukseen perustuvaa eli riskiä sisältävää. Tällöin suurempi osa palkitsemisesta on sellaista, joka voi jäädä saamatta, jos johtaja suoriutuu huonosti. Tästä seuraa, että palkitsemista suunniteltaessa joudutaan tasapainoilemaan riskin ja kannus-

timien välillä. Tarjottaessa johdolle suoritukseen perustuvaa palkitsemista pyritään samaan aikaan minimoimaan johdolle siirretyt riskit. (Indjejikian 1999)

Agenttiteoriaa on kritisoitu siten, että on väitetty, että useimmat työnantaja-työntekijä – suhteet ovat paljon monimutkaisempia kuin mitä agenttimalli sallii. On väitetty, että riskinvälttäminen ja ponnistuksen välttäminen eivät olisi niin tärkeitä kuin agenttimalli antaa ymmärtää. Sen sijaan että saataisiin työntekijät työskentelemään tehokkaammin, olennaista olisi saada työntekijät valitsemaan oikea yhdistelmä toimia ja päätöksiä, joka kasvattaa osakkeenomistajan arvoa. (Indjejikian 1999)

Tämän kritiikin seurauksena on alettu rakentaa niin sanottuja useampien tehtävien agenttimalleja (Holmstrom and Milgrom 1991). Ideana monen tehtävän ongelmissa on se, että työntekijät näkevät päätöksensä ja vastuunsa joko toisensa korvaavina tai toisiaan täydentävinä. Tällöin jos tarjotaan kannustimia tietyn tehtävän suorittamiseen, se saattaa vaikuttaa kannustimiin suorittaa muita tehtäviä. (Indjejikian 1999)

2.2 Hyvä hallintotapa

Corporate Governancelle ei ole olemassa yksiselitteistä määritelmää. Sillä tarkoitetaan kuitenkin yleensä sellaista yhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää, joka määrittelee hallituksen ja johdon roolin, velvollisuudet ja heidän suhteensa osakkeenomistajiin. Lyhyesti sanottuna Corporate Governancella tarkoitetaan järjestelmää, jonka avulla yritystoimintaa johdetaan ja kontrolloidaan. (cgfinland.fi 3.3.2012) Corporate governance on yleisesti nähty sellaisten toisiaan täydentävien mekanismien joukkona, jotka auttavat saamaan johdon toimimaan osakkeenomistajien etujen mukaisesti. (Core et al. 2002) Shleifer and Vishny (1997) määrittelevät corporate governancen tavaksi, jolla rahoittajat takaavat itselleen tuoton investoinnistaan. Eri maissa viime vuosikymmeninä toteutuissa corporate governance –reformeissa on yleensä käytetty samoja instrumentteja:

- 1) Läpinäkyvyyden parantaminen lisääntyneen tiedottamisen kautta sellaisilla alueilla kuten johdon palkitseminen ja eturistiriidat
- 2) Hallituksen toteuttaman johdon valvonnan riippumattomuuden parantaminen
- 3) Päämiesten ja agenttien taloudellisten etujen yhdensuuntaisuuden vahvistaminen suoritusperusteisen palkitsemisen ja muiden taloudellisten kannustimien kautta

- 4) Osakkeenomistajien oikeuksien vahvistaminen sellaisten mekanismien kautta kuten oikeudet vaikuttaa hallituksen valintaan ja äänestäminen johdon palkitsemisesta
- 5) Taloudellisen vastuun määrääminen johtajille, hallituksen jäsenille, tilintarkastajille, investointipankkiireille ja muille välittäjille ahkeruuden, lojaaliuden ja rehellisyyden takaamiseksi (Wong 2009)

Bebchukin ja Friedin (2004) mukaan pitkäjänteisen palkitsemisen saavuttaminen on pitkälti myös corporate governance –kysymys eikä pelkästään palkitsemisen sisältökymys. Heidän mukaansa arm's length –periaate² ei päde käytännössä palkitsemisen määrittämisessä, koska hallituksella on enemmän kannustimia suosia johtoa kuin toimia arm's length –periaatteen mukaisesti. He argumentoivat, että on vaikeaa päästä siihen, että palkitsemisen määrittämisessä pätee käytännössä arm's length –periaate. He eivät usko, että hallituksen riippumattomuutta koskevat säännökset tai säännös, jonka mukaan osakkeenomistajien tulee äänestää osake- ja optio-ohjelmien hyväksymisestä ratkaisisivat ongelmaa. Tämän vuoksi he argumentoivat, että osakkeenomistajien vaikutusvaltaa esimerkiksi hallituksen valinnassa tulisi lisätä. Sen lisäksi, että hallituksen riippuvuutta johtajista tulisi vähentää, hallituksen riippuvuutta osakkeenomistajista tulisi lisätä.

”To induce boards to perform their critical role well, we should focus not only on insulating directors from the influence of executives, but also on reducing their current insulation from shareholders. While we should lessen directors’ dependence on executives, we should also seek to increase directors’ dependence on shareholders.” (Bebchuk ja Fried 2004 s.11)

Kuitenkin joidenkin mielestä osakkeenomistajien, jotka saattavat hakea lyhyen aikavälin voittoja, vaikutusvallan lisääminen voi tuottaa ongelmia (Bebchuk ja Weisbach 2009).

Osakkeenomistajien vaikutusvallan lisääminen hallituksen valinnassa luo hallitukselle kannustimia yrittää miellyttää osakkeenomistajia muun muassa johdon palkitsemisen

² Arm's length –periaatteen mukaisesti johdon palkitsemisen määrittämisprosessissa johtaja pyrkii saamaan itselleen mahdollisimman hyvän palkitsemissopimuksen, kun taas hallitus pyrkii saamaan osakkeenomistajien kannalta mahdollisimman hyvän palkitsemissopimuksen (Bebchuk ja Fried 2004).

osa-alueella, koska hallituksen jäsenet haluavat tulla uudelleen valituiksi hallitukseen. (Bebchuk ja Fried 2004)

Bebchukin ja Friedin (2004) näkemyksen mukaan on tärkeää, että osakkeenomistajat pystyisivät arvioimaan palkitsemisjärjestelyjä ja esimerkiksi tarvittaessa institutionaaliset omistajat voisivat painostaa yritystä omaksumaan toisenlaiset palkitsemisjärjestelyt. Jotta osakkeenomistajat ja muut

tahot pystyisivät arvioimaan palkitsemisjärjestelyjä, palkitsemisen tulisi kuitenkin olla tarpeeksi läpinäkyvää. Ei riitä, että vain asiantuntijat pystyvät arvioimaan ja ymmärtämään yrityksen palkitsemisjärjestelyjä vaan suuremman joukon pitäisi kyetä arvioimaan palkitsemista. Osakkeenomistajien suorittama valvonta ja painostus vähentävät siis sitä astetta, jonka verran johdon vaikutusvalta vinouttaa palkitsemisjärjestelyitä.

Yhdysvaltain keskuspankin pankkien palkitsemista koskeva ehdotettu ohjeistus (Proposed Guidance on Sound Incentive Compensation Policies 2009) pyrkii takaamaan, että pankkien palkitsemisjärjestelyt eivät kannusta liialliseen riskinottoon. Ohjeistus perustuu kolmeen periaatteeseen:

- 1) Työntekijöille tarjotaan kannustimia, jotka eivät rohkaise ottamaan riskejä, jotka ylittävät organisaation kyvyn tehokkaasti tunnistaa ja hallita riskejä.
- 2) Kannustinpalkitsemisen pitäisi olla yhteensopiva tehokkaiden kontrollien ja riskinhallinnan kanssa ja
- 3) Vahvan hyvän hallintotavan pitäisi tukea kannustinpalkitsemista sisältäen hallituksen aktiivisen ja tehokkaan valvonnan.

2.3 Palkitsemismuodot

Palkitsemisen tarkoituksena on palkita hyvin tehdystä työstä, mutta myös kannustaa tekemään hyviä tuloksia tulevaisuudessa (Ikäheimo 2003). Johtoa palkitaan kolmen pääasiallisen keinon kautta: 1) flow-palkitseminen, joka koostuu toimitusjohtajan vuosisipalkasta, bonuksesta, uusista myönnytyistä oman pääoman eristä ja muusta palkitsemisesta; 2) toimitusjohtajan osake- ja optioportfolion arvonmuutokset ja 3) mahdollisuus, että markkinoiden arvio toimitusjohtajan kyvykkyydestä laskee, jos toimitusjohtaja joutuu luopumaan johtajuudesta huonon suoriutumisen tai vallanvaihdon seuraukse-

na. Toimitusjohtajaa hierarkiassa alempana oleville johtajille ylenemisen mahdollisuus muodostaa lisäkannustimen. (Antle and Smith 1986, Jensen and Murphy 1990)

Suomessa ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät voidaan jakaa perinteisiin palkkausjärjestelmiin, jotka yritys maksaa johdolle ja osakesidonnaisiin palkkausjärjestelmiin, jotka omistaja antaa johdolle. Perinnäisissä palkkausjärjestelmissä palkkio maksetaan rahana ja osakesidonnaisissa palkkausjärjestelmissä palkkio maksetaan tyypillisesti osakkeen arvoon sidottuina arvopapereina. Maan verojärjestelmällä ja kirjanpitosäädöksillä on merkittävä vaikutus siihen, mitä palkitsemismuotoja käytetään. Yrityksen maksamia palkitsemismuotoja ovat kiinteä palkka, eläkejärjestelyt ja tulospalkkiot. Palkkausmuodot eroavat toisistaan palkkaus- ja sitovuusvaikutuksiltaan kuin myös perusteeltaan, kiinnitykseltään osakkeen arvoon, maksutavaltaan ja tulosvaikutukseltaan. (Ikäheimo 2003)

Suomalaisia yritysjohtajia palkitaan kolmen palkitsemismuodon kautta: kiinteä palkka, tulospalkkio ja osakesidonnainen palkka. Useimmiten johdon palkitseminen perustuu eri palkitsemismuotojen yhdistelmiin sen sijaan, että käytettäisiin vain yhtä palkitsemismuotoa. Järjestelmät voidaan sitoa toisiinsa yhteisillä tulostittareilla. Esimerkiksi johdon saamien työsuhdeoptioiden määrä voi perustua yrityksen tuloskehitykseen. (Ikäheimo 2003)

2.3.1 Kiinteä palkka

Kiinteä palkka jakautuu rahapalkkaan, luontoisetuihin ja lisäetuihin. Palkkausmuodon perusteella tarkoitetaan tapaa, jonka mukaan johdon työ korvataan. Kiinteän palkan peruste on aika. Mitä pidemmän aikaa tehdään työtä, sitä enemmän saadaan palkkaa. Luontoisetujen perusteena on käyttö. (Ikäheimo 2003)

Palkitseminen perustuu yksilötasolla kolmeen tekijään: tehtävän vaativuuteen, henkilön osaamiseen ja suoriutumiseen tehtävässä. Palkitsemisen rakenteisiin ja tasoihin vaikuttavat merkittävästi muun muassa markkinakäytännöt ja työvoiman runsaus tai niukkuus. Yksilötasolla palkitsemiseen vaikuttavat kuitenkin vain edellä mainitut kolme tekijää. Tehtävän vaativuus, henkilön osaaminen ja suoriutuminen tehtävässä tulee kaikki ottaa huomioon palkan määrittämisessä. Ei ole mahdollista perustaa palkitsemista vain yhteen näistä. (Sistonen 2011) Jotta kiinteä palkka loisi hyvät kannustimet, sen määrän pitäisi

riippua johtajan omasta suoriutumisesta. Palkannousujen pitäisi korreloida vahvasti johdon suoriutumisen edellisellä periodilla suhteessa muiden toimialan johtajien suoriutumiseen kanssa. (Bebchuk ja Fried 2004)

Suomessa palkitsemisen määräytyminen on painottunut poikkeuksellisen paljon tehtävään. Viime vuosikymmeninä palkitseminen on niin Suomessa kuin kansainvälisestikin siirtynyt entistä yksilöllisempään ja suoritus- ja osaamisperusteisempaan suuntaan. Johdon palkitsemisessa pyritään hallitsemaan yhä paremmin palkitsemisen kustannuksia. Palkitsemisessa tullaan hakemaan yhä suurempaa palkkahajontaa johtajan henkilökoh- taiseen suoritukseen ja osaamiseen perustuen. Hay Groupin ylimmän johdon palkkatutkimuksen (2011) mukaan Suomessa johtotehtävissä peruspalkkauksen osuus on vaatimissakin johtotehtävissä 50-60 prosenttia rahallisen palkitsemisen kokonaisuudesta. Tämän vuoksi johdon peruspalkkausjärjestelmien tulee olla hallituksen ja palkitsemisvaliokunnan hallinnassa. (Sistonen 2011)

Määritettäessä kiinteän palkan suuruutta arvioidaan ensin työn vaativuutta. Tämä tapahtuu siten, että ensin kuvataan yksityiskohtaisesti työtehtävät, minkä jälkeen arvioidaan työn tärkeys yritykselle ja määritellään palkan suuruus. Toimitusjohtajan ja muun ylimmän johdon töiden arviointi on perusta muun organisaation palkitsemisen määrittämiselle ja yrityksen korkeimman palkkatason määrittäjä. (Ikäheimo 2003)

Työn vaativuuden arvioinnissa yleisesti käytetty menetelmä on HAY-järjestelmä. HAY-menetelmää käytetään erityisesti ylimmän johdon ja asiantuntijoiden työn arviointiin. Työ jaetaan HAY-menetelmässä kolmeen osa-alueeseen:

- 1) työn hyvään suoritukseen tarvittavat tietotaidot: tietotaitojen laajuus ja syvyys, johtamistehtävien moninaisuus ja vuorovaikutustaitojen tärkeys
- 2) työn sisältämät ongelmanratkaisun ominaispiirteet: ongelmien vaikeus, ongelmanratkaisun vapaus ja sen vaatimukset
- 3) työhön liittyvä toimivalta ja vastuu: toimintarajojen laajuus, vaikuttamisen koh- teet ja niiden merkitys ja laaja-alaisuus. (Ikäheimo 2003)

Työn vaativuuden arvioinnin jälkeen tulee arvioida yksilön henkilökohtaista pätevyyttä, kykyjä ja ominaisuuksia. Henkilön pätevyyden perusteella määritetään kiinteän palkan täsmällinen suuruus työn arvioinnin antamissa puitteissa. (Ikäheimo 2003) Palkittavan osaamisen tulee liittyä tehtävään ja sen hyvään suorittamiseen. Osaamisen täytyy olla

hyvällä tai erinomaisella tasolla pitkän aikaa (noin 1-2 vuotta) ennen kuin voidaan myöntää palkankorotus. Suoritusperusteisessa palkitsemisessa palkitsemisen taso perustuu henkilön suoriutumiseen asetettuihin tavoitteisiin ja mittareihin nähden. Suoritusperusteinen palkitseminen toteutetaan usein lyhyen tai pitkän aikavälin kannustinjärjestelmillä. Kiinteän palkan korotustenkin pitäisi perustua tehtävässä suoriutumiseen, mutta tällöin henkilön täytyy suoriutua erinomaisesti pidemmällä aikavälillä (yli vuosi). (Sistonen 2011)

Kiinteä palkka voi johtaa yhtä hyvin innovatiivisuuteen ja riskinottoon kuin tehottomuuteen ja riskien välttelyyn. Pelkästään kiinteä palkka tai vahvasti sen varaan perustuva palkitseminen sopii yrityksille, joiden tulokset ovat vaikeasti määriteltävissä tai mitattavissa, jolloin on vaikea keksiä yksiselitteisiä tulostittareita, joilla niitä voitaisiin mitata. Kiinteä palkka voi sopia myös tietovaltaisiin tai tiedon tuottamiseen keskittyneisiin yrityksiin kiinteän palkan johdolle tuoman itsenäisyyden ja riippumattomuuden takia. Pelkän kiinteän palkan käyttö voi edistää johdon pitkäjänteistä toimintaa. Tämä johtuu siitä, että kun johto on riippumaton liike-elämän nopeatempoisuudesta ja lyhyen aikavälin tulospaineista, jää tilaa luovuudelle. Johtaja pystyy keskittämään enemmän huomiotaan pitkän aikavälin kehittämishankkeisiin lyhyen aikavälin tulosten sijaan. (Ikäheimo 2003)

Korostunut kiinteän palkan käyttö sopii johdon palkitsemiseen yrityksissä, joissa tarvitaan tilaa antavaa johtamisotetta ja kärsivällisyyttä osaamisen kehittämisessä. Koska kiinteä palkka ei takaa tehokkuutta, se sallii tehottomuuden, pelkän kiinteän palkan käyttäminen palkitsemisessa soveltuu vain harvoille yrityksille. (Ikäheimo 2003)

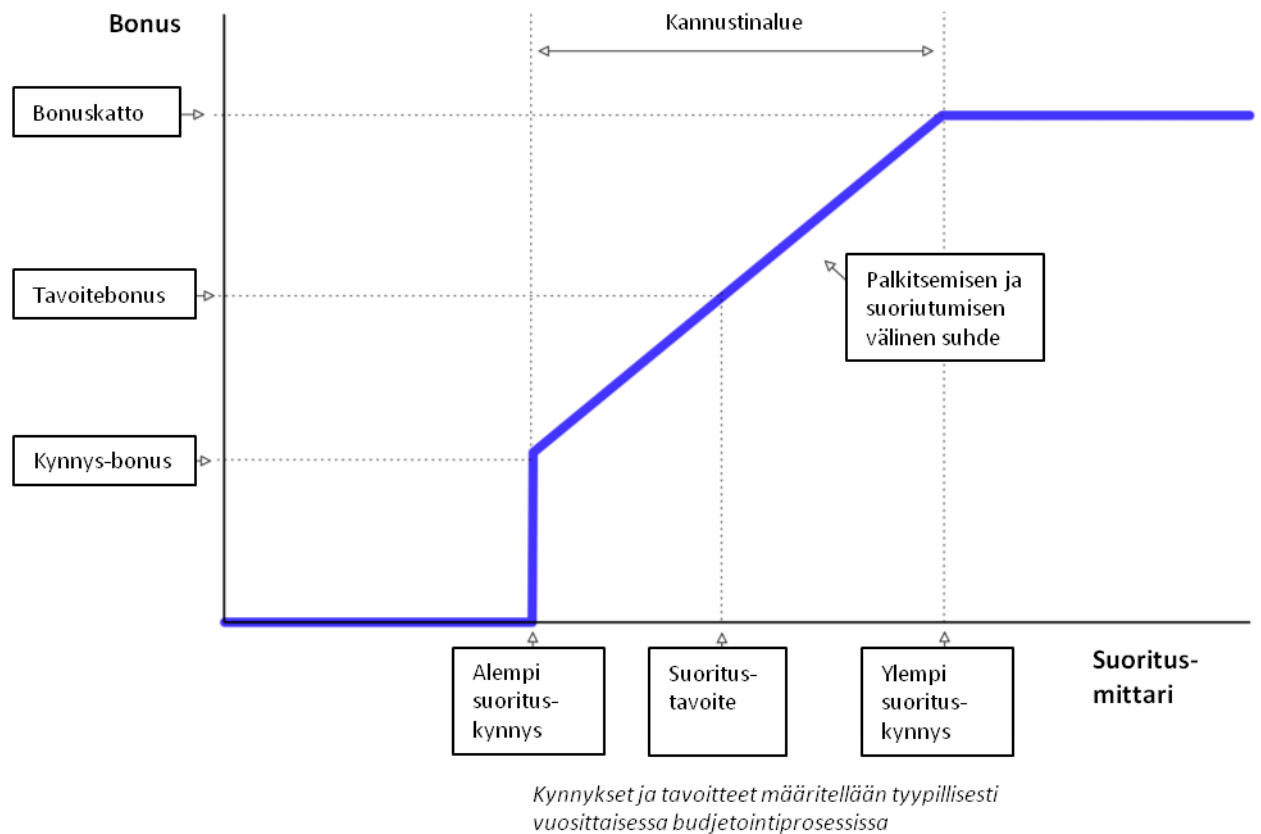
2.3.2 Tulospalkkiot

Tulospalkkiot jakautuvat lyhytaikaiseen vuositulospalkkioon ja pitkäaikaiseen tulospalkkioon. Lyhytaikainen vuositulospalkkio määräytyy vuoden sisäisten tai koko vuoden tavoitteiden saavuttamisen perusteella. Se voi olla objektiivinen eli perustua ennalta sovittujen mittareiden arvojen saavuttamiseen tai subjektiivinen eli perustua esimiehen tai hallituksen jälkikäteiseen arviointiin. Pitkäaikainen tulospalkkio määräytyy useamman vuoden suoriutumisen perusteella. Tulospalkkio voi perustua lähinnä objektiivisiin

mittareihin kuten esimerkiksi usean vuoden tulokseen, ei-taloudellisiin mittareihin³ tai osakekurssiin (osakesidonnainen tulospalkkio). Osakesidonnainen tulospalkkio on sekä tulospalkkio että osakesidonnainen palkkio, koska siinä palkkio on sidottu osakkeen kurssikehitykseen. (Ikäheimo 2003)

Lyhyen ja pitkän aikavälin bonussuunnitelmia voidaan kuvata kolmen komponentin avulla:

- 1) suoritusmittarit
- 2) suoritusten kynnyksarvot (tavoitteet, benchmarkit, katot, standardit) ja
- 3) palkitsemisen ja suorituksen välisen suhteen rakenne (Murphy ja Jensen 2011)



Kuvio 1 Tulospalkkion määräytyminen (Murphy ja Jensen 2011)

³ Ei-taloudellisella suoritusmittarilla tarkoitetaan mitä tahansa kvantitatiivista yksilön tai entiteetin suorituksen mittaria, jota ei ilmaista rahayksiköissä. Esimerkkejä ovat työntekijöiden tyytyväisyys tai asiakastyytyväisyys, laatu, markkinaosuus ja uusien tuotteiden lukumäärä. (lexicon.ft.com)

Kuviossa 1 näkyvät nämä peruskomponentit tyypillisen bonussuunnitelman tapauksessa. Tyypillisessä suunnitelmassa bonusta ei makseta ennen kuin suoritusmittarin alin kynnysarvo ylitetään. Kun tietty suoritusmittarin arvo (ylempi suorituskynnys) ylitetään, bonuksen määrä ei enää kasva suoritusmittarin arvon kasvaessa. Bonukselle on siis asetettu maksimimäärä. Kynnykset määritellään tavallisesti yrityksen vuosittaisessa budjetointiprosessissa. Alimman ja ylemmän suoritusmittarin kynnysarvojen välistä aluetta kutsutaan kannustinalueeksi. Kannustinalueella palkkion ja suorituksen välinen suhde voi olla lineaarinen (kuten kuviossa) tai konvekksi (kulhon muotoinen) tai konkaavi (ylösalaisin olevan kulhon muotoinen). (Murphy ja Jensen 2011)

Yllä kuvattuun tyypilliseen bonussuunnitelmaan liittyy kuitenkin kannustinongelmia, jotka voivat johtaa yrityksen arvon alenemiseen. Nämä suunnitelmat kannustavat keskittymään lyhyen aikavälin tuloksiin pitkän aikavälin arvonluonnin kustannuksella. Osa näistä kannustinongelmista johtuu siitä, että järjestelmä on epälineaarinen. Murphyn ja Jensenin (2011) mukaan palkitsemisfunktioiden pitäisi olla lineaarisia. Tämä johtuu siitä, että epälineaariset järjestelmät kannustavat johtajia manipuloimaan taloudellisia tuloksia, mikä voi tuhota arvoa. Jos palkitsemisfunktio on konvekksi tai konkaavi, johtaja voi kasvattaa omaa palkitsemistaan kasvattamalla eri vuosien suoritustensa vaihtelevuutta (jos funktio on konvekksi) tai vähentämällä eri vuosien suoritustensa vaihtelevuutta (jos funktio on konkaavi). Tällöin yrityksen keskimääräinen tulos voi kuitenkin laskea, jolloin arvoa tuhoutuu. Palkitsemisen ja suorituksen välinen suhde voi olla konvekksi (kulhon muotoinen). Tällainen tilanne vallitsee kuvion alemmassa suorituskynnyksessä. Palkitsemisen ja suorituksen välisen suhteen ollessa konvekksi johtaja voi kasvattaa kokonaisbonus-palkitsemistaan kasvattamalla suoritustensa vaihtelevuutta eri vuosina. Tätä kuvaa se, että jos johtaja on lähellä alemmaa suorituskynnystä, hän olisi mieluummin joinain vuosina vähän suorituskynnyksen yläpuolella ja joinain vuosina paljon sen alapuolella kuin, että hän olisi kaikkina vuosina vähän suorituskynnyksen alapuolella. Toisaalta palkitsemisen ja suorituksen välinen suhde voi olla konkaavi (ylösalaisin olevan kulhon muotoinen). Tällainen tilanne vallitsee kuvion ylemmässä suorituskynnyksessä. Palkitsemisen ja suorituksen välisen suhteen ollessa konkaavi toimitusjohtajalla on kannustimia tasoittaa suorituksen vaihtelevuutta eri vuosina esimerkiksi siirtämällä tuloksia tältä periodilta seuraavalle periodille. Johtaja saavuttaisi mieluummin joka vuosi korkeamman suorituskynnyksen (ja saisi maksimibonuksen joka vuosi) kuin olisi joinain vuosina merkittävästi sen alapuolella ja joinain vuosina merkittävästi sen ylä-

puolella. Johtajan kannattaa siis vähentää suoritustensa vaihtelevuutta eri vuosina saadakseen joka vuosi maksimaalisen bonuksen, vaikka yrityksen keskimääräinen tulos näin ollen alenisi ja yritys kärsisi. (Murphy ja Jensen 2011)

Murphy ja Jensenin (2011) mukaan palkitsemisjärjestelmän tulisi olla lineaarinen. Ikäheimon (2003) mukaan tulospalkkiojärjestelmään kannattaa kuitenkin joskus asettaa maksimitaso järjestelmän kustannusten hillitsemiseksi. Käytäntö edellyttää Ikäheimon (2003) mukaan usein myös, että tulospalkkio rajataan johonkin osuuteen vuosipalkasta, koska muussa tapauksessa yrityksen tulos saattaisi jossain tapauksessa mennä suurelta osin johdon tulospalkkioihin.

Lineaarisen suunnitelman etu on myös se, että lineaarinen suunnitelma ei kannusta toimitusjohtajaa liialliseen riskinottoon, koska positiivisista tuloksista palkitaan samoin kuin negatiivisista tuloksista rangaistaan. Lineaariset järjestelmät ovat usein myös yksinkertaisia ja siksi helpommin ymmärrettävissä olevia kuin epälineaariset järjestelmät. (Murphy ja Jensen 2011)

Tulospalkkiojärjestelmä voi olla pitkäaikainen varastoiva järjestelmä, jossa kaikkea vuosittain ansaitusta tulospalkkiosta ei makseta heti saajalle, vaan osa ansaitusta tulospalkkiosta jätetään tulospalkkiovarastoon tai –tilille. Pitkäkestoisessa järjestelmässä vuosittainen tulospalkkio voi olla myös negatiivinen. Tällöin tulospalkkiovarasto pienee kyseisellä määrällä. Jos varaston arvo on positiivinen, henkilö voi kuitenkin saada kyseisenä vuotena tulospalkkion. Järjestelmässä on voitu sopia, että vuosittain maksettava palkkio on esimerkiksi puolet varaston arvosta. Työsuhteen päättyessä henkilö saattaa menettää osan ansaitusta tulospalkkiostaan tai jopa koko palkkion. (Murphy ja Jensen 2011)

Seuraavat ovat esimerkkejä erilaisista tulospalkkiorakenteista:

- vuosittainen mittari ja kertamaksu
- vuosittainen mittari ja jaksotettu maksaminen
- vuosittainen mittari, varastointi ja vähittäinen maksaminen
- pitkäaikainen mittari ja kertamaksu. (Ikäheimo 2003)

Osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien kannalta on tärkeää, että yritys kertoo tulospalkkioista ja niiden perusteista. Ne kertovat siitä minkälaisien tavoitteiden saavuttamiseen johdon huomio on seuraavan vuoden osalta suunnattu. (Ikäheimo 2003)

Bebchukin ja Friedin (2004) mukaan tulospalkkion saaminen ei saisi olla sidottu budjetin saavuttamiseen, koska budjetin saavuttaminen ei välttämättä kerro siitä, onko johtaja parantanut toiminnallaan osakkeenomistajien arvoa. Myös Murphy ja Jensen (2011) argumentoivat, että tulospalkkion saaminen ei saisi olla sidottu budjetin saavuttamiseen. Tämä johtuu siitä, että bonusten sitominen budjettitavoitteisiin johtaa valehteluun ja pelaamiseen vuosittaisessa budjetointiprosessissa, joka on arvoa tuhoavaa. Johtajilla, joiden bonukset on sidottu budjettiin, on kannustimet saada alhaiset budjettitavoitteet budjetointiprosessin tuloksena. Hallitus ja muut kyseisten johtajien mahdolliset esimiehet tietävät tämän ja pyrkivät saamaan korkeammat budjettitavoitteet kuin mitä johtajat ehdottavat. Tästä seuraa budjetointipeli, joka kuvastaa eri osapuolten neuvotteluvoimaa. (Murphy ja Jensen 2011)

Bonusten sitominen budjettiin vinouttaa budjetointiprosessia ja johtaa epärehellisyyteen yrityksissä. Bonusten sitomisesta budjettiin seuraa, että niitä, jotka kertovat totuuden siitä, mitä he osaavat tehdä, rangaistaan korkeammilla tavoitteilla. Valehtelemalla voi saada itselleen alhaisemmat tavoitteet. Koska alemman tason johtajat valehtelevat siitä, mitä he eivät pysty tekemään, ylemmän tason johtajat valehtelevat siitä, mitä alemman tason johtajat pystyvät tekemään. Tämä budjetointiprosessin vinoutuminen johtaa yrityksen arvon alenemiseen. Yksi syy tähän arvon alenemiseen on sellaisen tiedon häviöminen tai tuhoaminen, joka on kriittistä suuren, monimutkaisen yrityksen eri toimintojen ohjaamisessa. Bonusten sitominen budjettitavoitteisiin aiheuttaa siis pelaamista ja valehtelua. Tämä tuhoaa arvoa ja johtaa vinoutuneeseen budjetointijärjestelmään. Tämän vuoksi budjetointi ja palkitseminen tulisi erottaa toisistaan. (Murphy ja Jensen 2011)

Tulospalkkion saaminen ei saisi myöskään perustua edellisvuoden tuloksen päihittämiseen, koska tällöin myös toimialan huonoimman tuloksen perusteella voi ansaita tulospalkkioita. Se, että tulospalkkio perustuu edellisvuoden tuloksen päihittämiseen, voi vinouttaa johtajan kannustimia. Tällainen palkitseminen pienentää huonosta suoriutumisesta seuraavia rangaistuksia, koska huonosti suoriutuminen yhtenä vuonna vaikuttaa negatiivisesti kyseisen vuoden bonukseen, mutta vaikuttaa positiivisesti seuraavan vuo-

den bonukseen. Tällainen palkitseminen myös pienentää hyvästä suoriutumisesta seuraavia palkkioita, koska jos suoriutuu yhtenä vuonna hyvin, rima nousee, ja bonuksen saaminen seuraavana vuotena vaikeutuu. (Bebchuk ja Fried 2004)

Edellä mainittujen vaihtoehtojen sijaan tulospalkkion pitäisi perustua johtajan suoriutumiseen suhteessa kilpailevien yritysten johtajien suoriutumiseen (Bebchuk ja Fried 2004). Murphyn ja Jensenin (2011) mukaan tämä kilpailijoiden joukko ei saisi kuitenkaan olla johtajan itsensä valitsema. Tämä johtuu siitä, että jos kilpailijoiden joukko on johtajan itsensä valitsema, johtajalle syntyy kannustin pysyä heikolla toimialalla tai valita heikot toimialat tai kilpailijat benchmarkiksi, koska hän voi näin kasvattaa omaa bonustaan. Sen sijaan Murphyn ja Jensenin (2011) mukaan mittarina pitäisi käyttää taloudellista lisäarvoa, jolloin benchmarkiksi tulee pääoman kustannus. Pääoman kustannus määrittyy markkinoilla, joten johtaja ei voi siihen itse vaikuttaa toisin kuin kilpailijoiden joukkoon. (Murphy ja Jensen 2011)

Ylipäättään Murphyn ja Jensenin (2011) mukaan kannustinpalkkioita ei pitäisi sitoa sellaisiin benchmarkeihin, joihin toimitusjohtaja pystyy itse vaikuttamaan kuten budjettiin, edellisvuoden tulokseen tai johtajan valitsemaan kilpailijoiden joukkoon tai toimialaan. Tämä johtuu siitä, että kun palkkiot on sidottu benchmarkeihin, johtajat pystyvät nostamaan palkitsemistaan parantamalla suoriutumistaan tai alentamalla benchmarkia. Benchmarkin alentaminen tuhoaa yleensä arvoa. (Murphy ja Jensen 2011)

2.3.3 Osakepalkitseminen

Osakkeella tarkoitetaan arvopaperia, joka merkitsee yrityksen omistajuutta ja osuutta yrityksen varoista ja voitoista. Omistusosuus määritellään jakamalla henkilön omistamien osakkeiden määrä yhtiön kaikkien osakkeiden määrällä. Useimpiin osakkeisiin liittyy äänioikeus. Vain osakeyhtiöillä on osakkeita. Esimerkiksi henkilöyhtiöillä ei ole osakkeita. <http://www.investorwords.com/4725/stock.html#ixzz1viT2KdDt>

Osakemarkkinoilla tarkoitetaan markkinoita, joille uusia osakkeita tuodaan myyntiin ja joilla osakkeita myydään ja ostetaan joko pörssissä tai muualla. Osakemarkkinat tarjoavat yrityksille keinon saada pääomaa ja sijoittajille omistusosuuden yrityksessä ja siihen perustuvat voittomahdollisuudet tulevaisuudessa. Osakemarkkinat voidaan jakaa primaarisiin ja sekundaarisiin markkinoihin. Primaarimarkkinoilla myydään uusia osakkei-

ta, ja sekundaarimarkkinoilla jo pörssissä olevia osakkeita. (<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Stock+Market>Stock Market)

Osakesidonnaisiin palkkausmuotoihin kuuluvat työsuhdeoptiot ja osakeomistus. Työsuhdeoptio annetaan yleensä ilmaiseksi ja sen arvo vaihtelee kohde-etuutena olevien osakkeiden arvonmuutosten mukaisesti. Sitouttavuutta osake- ja optiojärjestelmiin luodaan sitouttamisperiodin kautta. Sitouttamisperiodilla tarkoitetaan, että osakkeiden saamisen jälkeen osakkeita ei saa myydä ennen kuin tietty aika on kulunut. Optioiden tapauksessa sitouttamisperiodilla tarkoitetaan sitä, että optioiden myöntämisen jälkeen optioiden käyttöaika ei ala kuin vasta tietyn ajan kuluttua. (Ikäheimo 2003)

Chin ja Johnsonin (2009) mukaan optioiden käyttörajoitukset ja osakkeiden myyntirajoitukset määrittävät sopimuksen pituutta. Optiot, joiden osalta käyttörajoitus on lauennut ja myyntirajoitukset osakkeet voidaan nähdä lyhyen aikavälin sopimuksina, koska johtajat voivat niiden perusteella saada itselleen myyntivoittoja lyhyellä aikavälillä lyhyen aikavälin osakekurssiin perustuen. Sen sijaan optiot, joiden osalta käyttörajoitus ei ole vielä lauennut ja myyntirajoitukselliset osakkeet voidaan nähdä pitkän aikavälin sopimuksina (Ikäheimo 2003, Chi ja Johnson 2009), koska johtajien täytyy odottaa käyttö- tai myyntirajoituksen laukeamista myyntivoittojen saamiseksi kyseisistä arvopapereista. Tällöin nämä voitot perustuvat osakekursseihin, jotka kuvastavat enemmän tietoa kuin mitä lyhyellä aikavälillä on saatavilla. (Chi ja Johnson 2009)

Arvioitaessa sitä onko tietty optio- tai osakeohjelma hyvä osakkeenomistajille tulee huomioida se, ovatko ohjelman tuottamat kannustimet hyödyllisiä ja se tuottavatko ohjelman ehdot ja osakkeiden tai optioiden määrä kustannustehokkaat kannustimet. Kustannustehokkuudella tarkoitetaan sitä, että saadaan tuotettua mahdollisimman suuret kannustimet tietyllä kustannustasolla tai että saadaan tuotettua tietyt kannustimet mahdollisimman alhaisilla kustannuksilla. (Bebchuk ja Fried 2004)

On olemassa tutkimuksia, joiden mukaan optiopalkitseminen on tehoton palkitsemisen muoto (esim. Meulbroek 2001). On myös olemassa tutkimuksia ja argumentteja, joiden mukaan optiopalkitseminen on osakepalkitsemista parempi palkitsemisen muoto (esim. Bebchuk ja Fried 2004, Lambert ja Larcker 2004). Yksi ehdotus pitkäjänteisen palkitsemisen saavuttamiseksi on luovutusrajoituksellisten osakkeiden käyttö palkitsemisessa optioiden sijaan. Tämä ehdotus perustuu siihen, että luovutusrajoituksellisten osakkei-

den ajatellaan kannustavan optioita vähäisempään riskinottoon. (esim. Bebchuk ja Fried 2004) Luovutusrajoituksellisten osakkeiden käytöllä siis ajatellaan voitavan hillitä liiallista riskinottoa (Bebchuk ja Fried 2004), jonka on nähty olevan ongelma erityisesti rahoitusalan yritysten keskuudessa (esim. Okamoto ja Edwards 2010). Esimerkiksi Yhdysvalloissa on valtion avustusta (TARP) saaville rahoitusalan yrityksille määrätty palkitsemista koskevia rajoituksia, joiden mukaan näiden yhtiöiden tulee käyttää johdon palkitsemisessaan luovutusrajoituksellisia osakkeita ja optioiden käyttö palkitsemisessa on kielletty (Bebchuk ja Spamann 2010).

Toisaalta toiset ovat nähneet luovutusrajoitukselliset osakkeet optioita huonompana palkitsemisen muotona. Tätä näkökantaa edustavat esimerkiksi Bebchuk ja Fried (2004). Heidän mukaansa luovutusrajoituksellisten osakkeiden käyttö kasvattaa johtajien voittoja sellaiseen osakekurssin nousuun liittyen, joka johtuu markkina- ja toimialakohtaisista tekijöistä. Tämä johtuu siitä, että luovutusrajoituksellisenkin osakkeen voidaan katsoa olevan optio, jonka käyttöhintana on 0 euroa. Johtajalle voidaan antaa optio, jonka käyttöhintana on antopäivän osakekurssi 100 euroa. Kun johtaja myöhemmin käyttää option osakekurssin ollessa V , hän saa voittoa $V - 100$. Sen sijaan luovutusrajoituksellinen osake, joka myydään osakekurssin ollessa V tuottaa johtajalle voittoa V euroa, jos johtaja on saanut osakkeet ilmaiseksi. Näin ollen luovutusrajoituksellisen osakkeen voidaan katsoa olevan optio, jonka käyttöhintana on 0. Kuitenkaan 0 käyttöhinnan ei voida ajatella olevan optimaalinen käyttöhintana, koska jopa optioiden myöntöpäivän osakekurssi voi monissa tapauksissa olla liian alhainen käyttöhintana varsinkin, jos optiot käytetään useita vuosia myöntöpäivän jälkeen. Käytettäessä myöntöpäivän osakekurssia käyttöhintana, johtaja voi saada suuria voittoja markkina- tai toimialamuutosten seurauksena, vaikka hän olisi suoriutunut huonosti. Käytettäessä luovutusrajoituksellisia osakkeita johtaja hyötyy positiivisesta markkina- tai toimialakehityksestä enemmän kuin käyttäessä tavanomaisia optioita, koska voitto V ylittää optioiden tapauksessa saadun voiton $V - 100$. Tällöin luovutusrajoituksellisten osakkeiden käyttö pahentaa ongelmaa sen ratkaisemisen sijaan. Käyttöhinnan alentaminen 0:llaan mahdollistaa sen, että huonosti suoriutuvat johtajat saavat voittoja, vaikka osakekurssi laskisi alle myöntöpäivän osakekurssin. (Bebchuk ja Fried 2004)

On tärkeää, että riskinottokannustimien ja suorituskannustimien tasoa pohditaan tarkasti, koska liian alhaiset ja liian korkeat tasot voivat aiheuttaa ongelmia. (Core ja Guay

2010) Johdon osakeomistus voi tehdä johdosta enemmän riskiä välttäviä kuin mikä on muiden osakkeenomistajien etu. Jos johtajan yrityksen osakkeiden omistus muodostaa suuren osuuden johtajan varallisuudesta, johtaja voi olla muita osakkeenomistajia riskiä välttävämpi, koska muut osakkeenomistajat ovat hajauttaneet enemmän omistuksiaan. Tämä voi tarkoittaa sitä, että johtajat hylkäävät positiivisen nykyarvon projekteja, joihin liittyy riskejä (Coles, Daniel ja Naveen 2006). Toiseksi yrityksen kaatuminen voi aiheuttaa johtajille merkittäviä henkilökohtaisia kustannuksia, joita ei synny muille osakkeenomistajille. (Bebchuk ja Spamann 2010) Osakeoptiot tai muu palkitseminen, jolla on konvekssi palkitsemisrakenne⁴ voivat tarjota riskinottokannustimia, jotka voivat tasapainottaa johdon haluttomuutta ottaa riskejä (Coles, Daniel ja Naveenin 2006). Hallituksen tulee siis huolellisesti pohtia, mikä on riskinotto- ja suorituskannustimien asianmukainen taso. Osakeperusteisen palkitsemisen lisääminen voi joko lisätä tai vähentää riskinottokannustimia riippuen siitä, oliko johtajalla alun pitäen oikea määrä tai liian vähän tai liian paljon oman pääoman ehtoisia kannustimia (Core ja Guay 2010).

2.3.4 Optiopalkitseminen

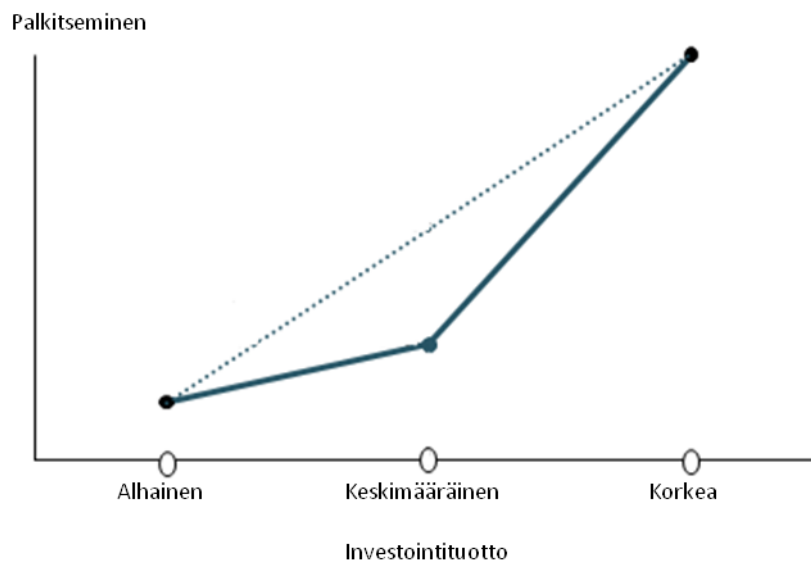
Aikaisemmin selitettiin kuinka tulospalkkioiden määräytymistä kuvaava funktio on usein epälineaarinen. Epälineaarinen palkitsemisrakenne on myös optioilla. Optioiden konvekssi palkitsemisrakenne kannustaa riskinottoon. (Core ja Guay 2010)

Konveksilla funktiolla tarkoitetaan funktiota, jonka tapauksessa suora viiva, joka yhdistää mitkä tahansa kaksi pistettä funktiosta piirrettyssä kuviossa sivuaa kuviota tai kulkee kuvion yläpuolella. Voidaan olettaa, että johtaja voi saavuttaa korkeat tuotot, keskimääräiset tuotot tai alhaiset tuotot. Johtajan palkitseminen riippuu saavutetuista tuotoista. Palkitsemisfunktio on konvekssi, jos johtaja saa suuremman lisäyksen palkitsemiseensa tuottojen kasvaessa keskimääräisestä korkeaan verrattuna siihen, että tuotot kasvavat alhaisesta keskimääräiseen. (LeRoy 2010) Toisin sanoen palkitsemisen herkkyys alemmilla palkitsemisen tasoilla on pienempi kuin palkitsemisen herkkyys ylemmillä palkit-

⁴ Palkitsemisfunktio on konvekssi, jos johtaja saa suuremman lisäyksen palkitsemiseensa investointituottojen kasvaessa keskimääräisestä korkeaan verrattuna siihen, että investointituotot kasvavat alhaisesta keskimääräiseen. <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2010/el2010-30.html> luettu 10.2.2012

semisen tasoilla (Core ja Guay 2010). Optioiden omistajat ovat johonkin määrään asti suojattuja tappioilta, joita muut osakkeenomistajat kärsivät varojen arvon laskiessa. Option omistajalle on sama onko osakekurssi sama kuin option käyttöhintaa vai paljon tätä alhaisempi. Option omistaja välittää vain osakekurssin vaihtelusta yli option käyttöhintaan. Optioiden omistajat voivat hävitä vain optioiden arvon verran, kun taas heidän voittomahdollisuutensa ovat rajattomat. (Bebchuk ja Spamann 2010)

Konveksi palkitseminen vääristää toimijoiden kannustimia. Se esimerkiksi kannustaa pelaamiseen. Jos palkitseminen noudattaa konveksia funktiota, johtaja voi ansaita keskimäärin enemmän sellaisten vuosien aikana, joista osa on korkeiden tuottojen vuosia ja osa alhaisten tuottojen vuosia kuin useiden peräjäälkeisten keskimääräisten tuottojen vuosina, vaikka keskimääräinen tuotto olisi korkeampi jälkimmäisessä tapauksessa. Tämä kannustaa johtajaa ottamaan riskiä. Rahoitusalan yritysten osakkeenomistajilla ja mahdollisilla yritystä tukevilla veronmaksajilla on erilainen palkkiorakenne. He saavat osan voitoista, mutta kantavat kaikki tappiot. Tämän vuoksi riskiä sisältävät investointistrategiat voivat olla huonoja osakkeenomistajien kannalta. Konveksi palkitseminen luo agenttiongelman, jolloin johtajien edut eroavat osakkeenomistajien eduista. (LeRoy 2010) Optiot voivat kannustaa liialliseen riskinottoon (Bebchuk ja Spamann 2010). Toisaalla oli kuitenkin argumentoitu, että osakeoptioiden konveksisuus voisi tasapainottaa osakeomistuksesta mahdollisesti seuraavaa riskinvälttämiskäyttäytymistä (Coles, Daniel ja Naveen 2006), jolloin optioiden käyttö palkitsemisessa voisikin olla optimaalista eikä se loisi agenttiongelmia. Kuitenkin on myös sanottu, että osakeoptioiden käyttö voi joko lisätä tai vähentää riskinottokannustimia riippuen siitä, miten optiot ja muu palkitseminen on rakennettu (Core ja Guay 2010).



Kuvio 2 Konvekssi palkitseminen (mukaeltu LeRoy 2010)

Kannustimiin vaikuttaa se, millä tasolla osakekurssi on verrattuna sellaisten optioiden käyttöhintaan, jotka ovat vielä käyttörajoituksen alaisia. Optiot, joiden osalta nykyhetken osakekurssi on (paljonkin) alle optioiden käyttöhinnan (out-of-the-money options), kannustavat aggressiivisempaan riskinottoon. Tällaisen option omistajalle ei ole väliä pysyykö osakekurssi samana vai laskeeko se. Toisaalta vain hyvin suuret osakekurssin nousut tuottavat voittoja option omistajalle. Tällaiset optiot kannustavat johtoa suosimaan sellaisia strategioita, joilla on suuret epätodennäköiset voitot sellaisten strategioiden kustannuksella, joilla on pienet todennäköiset voitot. Tämä johtuu siitä, että pienet voitot eivät nostaisi osakekurssia optioiden käyttöhinnan yli. (Bebchuk ja Spamann 2010)

Myös sellaiset käyttörajoituksen alaiset optiot, joiden osalta osakekurssi on paljon optioiden käyttöhintaa korkeampi, voivat olla ongelmallisia kannustimien kannalta. Jos johtajalle kertyy paljon tällaisia optioita, se voi kannustaa johtajaa käyttäytymään riskiä välttävästi, koska hän haluaa taata, että osakekurssi pysyy korkealla tasolla. Tällöin johtaja voi hylätä sellaisia projekteja, jotka sisältävät riskiä, mutta joiden nykyarvo on positiivinen, mikä on haitallista yrityksen arvon kannalta (Lambert, Larcker, and Verrecchia, 1991; Carpenter, 2000).

Bebchuk ja Fried (2004) argumentoivat että suurimman osan julkisista yrityksistä käyttämät johdon optio-ohjelmat suosivat johtoa. Optio-ohjelmat ovat tarjonneet suuren määrän suoritukseen perustumatonta palkitsemista sellaisella tavalla, että tämä palkitseminen näyttää puolustettavissa olevalta ja oikeutetulta. Yksi näiden optio-ohjelmien johtoa suosiva piirre on se, että ne eivät ole estäneet johtajille maksettavia ylisuuria palkkioita, jotka ovat riippumattomia johdon omasta suoriutumisesta. (Bebchuk ja Fried 2004)

Kolme optioiden piirrettä on edesauttanut optioiden suoritukseen perustumatonta palkitsemista. Nämä piirteet ovat se, että optioiden käyttöhintaa on useimmiten sidottu myöntöhetken osakekurssiin, optioiden uudelleenhinnoittelu yrityksen osakekurssin laskiessa ja uusien optioiden automaattinen myöntäminen johtajan käyttäessä aikaisemmat optionsa. Ongelma siinä, että palkitseminen perustuu myöntöhetken osakekurssiin, on siinä, että kun optiot tulevat käyttökelpoisiksi, optioiden käyttöhintaa on reaalihinnoissa paljon alhaisempi kuin se oli optioiden myöntöhetkellä. Tämän vuoksi optioiden käyttöhintaa voitaisiin oikaista vastaamaan inflaatiota: optioiden käyttöhintaa kasvaisi ajan kuluessa ennalta määrätyillä vauhdilla. (Bebchuk ja Fried 2004) Manso (2011) argumentoi kuitenkin, että johdon palkitsemisessa optimaalinen sopimus, joka kannustaa innovoimaan, voidaan saavuttaa seuraavien käytäntöjen avulla (vaikka joidenkin seuraavista käytännöistä kieltämistä onkin ehdotettu): osakeoptiot, joiden sitouttamisperiodit ovat pitkät, optioiden uudelleen hinnoittelu, kultaiset kädenpuristukset ja johdon pysyttäytyminen yrityksessä (managerial entrenchment). Nämä käytännöt sallivat epäonnistumisen lyhyellä aikavälillä ja palkitsevat menestyksestä pitkällä aikavälillä.

2.3.5 Lisäeläkkeet ja muu palkitseminen

Eläkejärjestelyihin kuuluvat eläkevakuutus ja ehdollinen eläkevakuutus. Eläkevakuutus (vapaakirja) on saajan omaisuutta vaikka saaja vaihtaisi työpaikkaa. Vapaakirja voidaan antaa saajalle milloin tahansa työsuhteen aikana. Eläkevakuutusmaksu sijoitetaan, ja saaja saa sijoituksen arvon vasta myöhemmin eläkkeen maksun yhteydessä. Eläkevakuutus on tapa siirtää palkan maksua myöhäisempään ajankohtaan. Ehdollisessa eläkevakuutuksessa saajan työsuhteen tulee jatkua tai hallituksen tulee hyväksyä, että työnte-

kijä saa vapaakirjan eläkevakuutuksen etuihin. Ehdollinen eläkevakuutus kannustaa ja sitoo pitkälle ajanjaksolle. Eläkevakuutuksen perusteena on työsopimus tai jos kyseessä on ehdollinen eläkevakuutus, perusteena on aika. (Ikäheimo 2003)

Lisäeläkejärjestelyihin sisältyvät etuusperusteinen (defined benefit) ja maksuperusteinen (defined contribution) järjestely. Nämä mahdollistavat työntekijän eläkkeen tason nostamisen ja/tai siirtymisen eläkkeelle lakisääteistä eläkeikää aiemmin. Etuusperusteisella eläkejärjestelyllä tarkoitetaan ennalta sovittua eläke-etua, johon työntekijä on oikeutettu eläkkeelle siirtyessään. Yleisin etuusperusteinen järjestelmä on 60 vuotta / 60 prosenttia. Tämä tarkoittaa sitä, että etuuden haltija voi siirtyä eläkkeelle ollessaan 60-vuotias ja eläkkeen suuruus on 60 prosenttia eläkkeen perustana olevasta palkasta. Etuusperusteisiin eläkejärjestelyihin liittyvät suuret ja vaikeasti ennustettavat kustannukset, joten uudet eläkejärjestelyt ovat pääosin maksuperusteisia. Maksuperusteisella eläkejärjestelyllä tarkoitetaan vuosittain maksettavaa lisäeläkevakuutusta, joka lisää eläkkeen määrää ja oikeuttaa näin ollen lisäysvuosien mukaan suurempaan ylimääräiseen eläkkeeseen. (Sistonen 2011)

Kun johtajien palkkoja, bonuksia ja pitkän aikavälin palkitsemista koskevat tiedottamisvaatimukset ovat kiristyneet, johtajia on alettu palkita enemmän eläköitymisen jälkeisten maksujen ja etujen kautta. Eläköitymisen jälkeisten maksujen ja etujen kautta voidaan tarjota johdolle suoritukseen perustumatonta palkitsemista vähemmän läpinäkyvällä tavalla. Eläköitymisen jälkeisiä maksuja ja etuja voidaan tarjota johdolle neljän kanavan kautta: vanhuuseläke, lykätty palkitseminen, eläköitymisen jälkeiset luontoisedut ja taatut konsultointimaksut. Nämä järjestelyt eroavat olennaisesti muille työntekijöille kuin johdolle tarjotuista palkitsemisjärjestelyistä. Eläköitymisen jälkeisiä maksuja ja etuja ei välttämättä tarvitse tiedottaa samalla tavalla kuin muusta palkitsemisesta tulee tiedottaa, jolloin tulee mahdolliseksi peittää palkitsemisen todellista määrää ja suoritukseen perustumattomuutta tarjoamalla palkitsemista tällaisten muotojen kautta. (Bebchuk ja Fried 2004)

Johdolle voidaan tarjota eläköitymisen jälkeisiä luontoisetuja, joita ovat esimerkiksi autot, joissa on autonkuljettaja, henkilökohtaiset avustajat, taloudellista suunnittelua, kodin turvajärjestelmä, kerhojen jäsenyydet, urheiluliput, toimistotila, sihteeri, puhelin tai yrityksen lentokoneen käyttö. Palkitsemisen tarjoaminen luontoisetujen muodossa ei ole tehokasta palkitsemista. Tämä johtuu siitä, että johtajalle voidaan tarjota

10 000€ tiettyihin matkakustannuksiin. 10 000 euron rahamäärän tarjoaminen on kuitenkin tehokkaampaa, koska voi olla tilanteita, joissa eläkkeelle jäänyt johtaja saa itselleen suuremman hyödyn sijoittamalla 10 000 euroa johonkin muuhun kuin matkustamiseen. Eläkkeelle jääneen johtajan tarpeet ja preferenssit vaihtelevat todennäköisesti ajan kuluessa. Tämän takia jos luontoisetuja tarjotaan, niitä ei ole tehokasta tarjota pitkäksi ajaksi. Kuitenkin Bebchukin ja Friedin (2004) mukaan samoja luontoisetuja tarjotaan usein toimitusjohtajille pitkiksi ajoiksi. (Bebchuk ja Fried 2004)

Johtajalle voidaan tarjota mahdollisuus lykätä palkitsemista johonkin päivämäärään asti. Lykkäyksen ajan palkkio kasvaa jonkin ennalta sovitun kaavan mukaisesti. Johtajalle voidaan taata tietty tuottoprosentti lykätuille varoille. Lykkäämällä palkitsemista voidaan myös lykätä palkkion verotusta. Johdolle voidaan tarjota myös eläköitymisen jälkeisiä konsultointisopimuksia, joiden mukaisesti eläkkeelle jääneelle toimitusjohtajalle maksetaan vuosittainen palkkio siitä, että hän on uuden toimitusjohtajan neuvontapuna tietyn ajan vuosittain. Yhtiö on voinut tarjota johtajille lainoja ennen Sarbanes-Oxley -lain voimaan tuloa Yhdysvalloissa. Näissä lainoissa korko on ollut usein markkinakorkoa alhaisempi ja yhtiöt ovat antaneet monet näistä lainoista anteeksi myöhemmin, jolloin nämä lainat ovat olleet keino palkita johtajia. (Bebchuk ja Fried 2004)

3 PALKITSEMISJÄRJESTELMÄN OMINAISUUDET

Palkitsemisjärjestelmien ehdot usein kasvattavat kannustimia, mutta myös kasvattavat johtajan kannettavaksi tulevia riskejä, mistä aiheutuu kustannuksia, koska riskinkannosta tulee kompensoida johtajaa. Etuja ja haittoja tulee arvioida ja verrata toisiinsa. Eri tutkimuksissa on etsitty keinoja vähentää ehdoista johtajalle aiheutuvia riskejä. Esimerkiksi Gao et al. (2011) mukaan osakkeiden ja optioiden käyttörajoituksen laukeamisen sitominen suoritustavoitteiden saavuttamiseen lisää palkkioon liittyviä riskejä. He argumentoivat, että muilla sopimuksen piirteillä voitaisiin vähentää suoritusehdoista seuraavia riskejä. Tällaisia piirteitä olisivat ainakin suoritusmittarit, ansaintaperiodin pituus ja suhteellinen tai absoluuttinen suorituksenarviointi. (Gao et al. 2011) Myös Brisley (2004) tutkimuksen tulos johtaa palkkiojärjestelyyn, joka vähentää johtajalle palkkiojärjestelystä aiheutuvia riskejä.

3.1 Suoritusmittarit

Investointipäätöksiä varten omaksuttu aikahorisontti vaikuttaa olennaisesti johdon päätöksentekoon (National Academy of Engineering 1992). Johdon aikahorisonttiin taas vaikuttaa olennaisesti organisaation suorituksenmittausjärjestelmä (Van der Stede 2000). Erityisesti johdon lyhytnäköisyyden on sanottu olevan yhteydessä suorituksenmittausjärjestelmään, jossa käytetään laskentatoimen suoritusmittareita johdon suorituksenarvioinnissa ja palkitsemisessa (Ittner et al. 2003). On kaksi tapaa, joiden avulla voitaisiin pidentää johdon aikahorisonttia. Ensinnäkin voidaan pidentää johdon suorituksenarvioinnissa ja palkitsemisessa huomioon otettavaa periodia. Tämän keinon huono puoli on se, että arviointiperiodien pidentäminen voi vaikuttaa negatiivisesti johdon suoriutumiseen, koska pitkän aikavälin tavoitteenasetanta on tehottomampaa kuin lyhyen aikavälin tavoitteenasetanta (Locke and Latham 1990). Toinen tapa pidentää johdon aikahorisonttia on vähentää taloudellisten tavoitteiden painotusta ja kasvattaa ei-taloudellisen suoriutumisen tai subjektiivisten arvioiden painotusta. Tämän keinon huono puoli on se, että edellä kuvatunlaiset suorituksenarvioinnit tulevat kalliiksi ja niissä voi tapahtua mittaus- tai arviovirheitä (Moers 2005). Van Rinsum ja Hartmann (2007) määrittelevät johdon aikaorientaation aikaikkunaksi jolle johtajat pyrkivät maksimoimaan investointipäätöstensä odotetut tuotot.

Suoritusmittarien valintaa käsittelevä tutkimus keskittyy pääosin toimitusjohtajan bonussopimuksiin ja jättää huomiotta osake- ja optiopalkitsemisen sekä osake- ja optioportfolion arvonmuutokset (Gao et al. 2011). Kuitenkin bonuksen ohella suoritusmittarien tutkimuksessa tulisi huomioida osake- ja optiopalkitseminen sekä osake- ja optioportfolion arvonmuutokset (Davila ja Penalva 2006). Tämä johtuu siitä, että osake- ja optiopalkitsemisen ja osake- ja optioportfolion kautta osakekurssista tulee implisiittinen suoritusmittari, joka tulisi huomioida tutkimuksissa (esim. Kuang ja Qin 2009). Vaikka suurin osa edellä mainituista tutkimuksista käsittelee bonuspalkitsemista, näitä tutkimuksia voidaan käyttää hyväksi tässä tutkimuksessa, koska Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmässä on asetettu suoritusmittarit, joiden perusteella osakkeita myönnetään johdolle, joten kyseessä on samankaltainen problematiikka kuin bonussopimusten tapauksessa.

3.1.1 Informatiivisuusperiaate

Suoritusmittarien valintaa käsittelevässä tutkimuksessa keskeistä on agenttiteorian informatiivisuusperiaate. (Holmström 1979). Informatiivisuusperiaate on lähtöisin Holmströmin (1979) optimaalisia sopimuksia käsittelevästä työstä. Holmström analysoi tapausta, jossa päämies (osakkeenomistajat), tietävät täsmälleen mitä he haluavat agentin tekevän, mutta he eivät pysty valvomaan toimiko toimitusjohtaja heidän tahtonsa mukaisesti. Holmström osoittaa, että optimaalinen sopimus sisältää mitä tahansa suoritusmittareita, jotka ovat hyödyllisiä (informatiivisia) sen määrittämisessä toimiko toimitusjohtaja päämiehen tahdon mukaisesti. (Murphy ja Jensen 2011) Informatiivisuusperiaatteen mukaan suoritusmittarin suhteellinen painotus palkitsemissopimuksessa riippuu mittarin signal-to-noise –suhdeluvusta mitä tulee agentin toimintaan. Mitä suurempi on mittarin signal-to-noise –suhdeluku, sitä enemmän sitä painotetaan palkitsemissopimuksessa. (Gao et al. 2011) Johdon palkitsemisen pitäisi perustua sellaisiin mittareihin, jotka ovat kaikista informatiivisimpia siitä, onko johtaja toiminut tavalla, joka maksimoi osakkeenomistajan arvon (Holmström 1979). Kuitenkin koska osakkeenomistajat eivät todennäköisesti tiedä, mitkä toimet ovat arvoa maksimoivia, palkitseminen perustuu usein suoraan päämiehen lopulliseen tavoitteeseen eli osakkeenomistajan arvoon (Frydman ja Jenter 2010).

Informatiivisuusperiaate ei kuitenkaan päde käytännössä, koska osakkeenomistajat eivät tiedä tarkalleen, mitä he haluavat toimitusjohtajan tekevän. Informatiivisuusperiaate ei päde myöskään silloin, jos toimitusjohtaja pystyy manipuloimaan suoritusmittaria siten, että sen arvo nousee, mutta yrityksen arvo ei nouse. (Murphy ja Jensen 2011) Eri tutkimuksista on kuitenkin saatu informatiivisuusperiaatetta tukevia tuloksia (Davila ja Penalva 2006).

3.1.2 Kontrolloitavuusperiaate

Kontrolloitavuusperiaatteen mukaan johtajia ei pitäisi asettaa vastuuseen tekijöistä, joihin he eivät pysty itse vaikuttamaan. Jos suoritusmittareihin vaikuttavat sellaiset tekijät, joihin johtaja ei pysty vaikuttamaan, johtaja joutuu kantamaan enemmän riskiä, josta häntä tulee kompensoida maksamalla hänelle suurempia palkkioita. Kontrolloitavuusperiaate on yksi syy siihen, että monet tutkijat ovat suhteellisen suorituksenarvioinnin kannalla. Kun suoritusta mitataan suhteessa kilpailijoihin, voidaan eliminoida toimialakohtaisia ja markkinakohtaisia tekijöitä mittarista kuten esimerkiksi raaka-aineiden kustannusten muutosten ja luonnononnettomuuksien vaikutukset. (Murphy ja Jensen 2011)

Kuitenkin Murphyn ja Jensenin (2011) mukaan kontrolloitavuusperiaatteen noudattaminen johtaa vastuuttomaan käyttäytymiseen ja heikkoihin kannustimiin. Heidän mukaansa johtajat pitäisi asettaa vastuuseen sellaisista tekijöistä, joihin he eivät itse pysty vaikuttamaan silloin, kun johtaja pystyy vaikuttamaan tai kontrolloimaan sitä miten ei-kontrolloitavissa olevat tekijät vaikuttavat suoritukseen. Esimerkiksi bussiyrityksen toimitusjohtajaa pitäisi pitää vastuussa polttoaineen hinnan noususta. Tämä johtuu siitä, että halutaan, että toimitusjohtaja huomioi polttoaineen hinnan nousun tai laskun vaikutukset liiketoiminnan kustannuksiin. Johtaja pystyy valmistautumaan mahdolliseen polttoaineen hinnan muutokseen esimerkiksi investoimalla sellaiseen teknologiaan, että voidaan käyttää eri polttoaineita, tekemällä pitkän aikavälin polttoainesopimuksia sekä käyttämällä parempaa reittiteknologiaa, jotta voitaisiin säästää polttoaineen kulutuksesta. (Murphy ja Jensen 2011)

3.1.3 Yleistä suoritusmittareista

Murphyn ja Jensenin (2011) mukaan on ajateltu, että palkitsemissuunnitelmien pitäisi palkita sellaisesta toiminnasta, joka on yrityksen strategisten tavoitteiden mukaista (kuten tavoitteet esimerkiksi kasvulle, markkinaosuudelle ja tuoteinnovaatioille). Tämä argumentti saattaa olla asianmukainen sellaisten työntekijöiden tapauksessa jotka ovat vastuussa strategian toteuttamisesta, mutta se ei ole asianmukainen sellaisten johtajien tapauksessa, jotka ovat vastuussa strategian määrittämisestä. Tämä johtuu siitä, että johtajat, jotka ovat vastuussa strategian määrittämisestä, täytyy asettaa vastuuseen siitä, ovatko he valinneet oikean strategian. Heillä täytyy myös olla kannustimia korjata strategiaa, kun siihen on tarvetta. Lisäksi jos näille johtajille maksetaan strategian toteuttamisesta, johtajilla on kannustimia valita helposti toteutettavissa olevia strategioita, jotka eivät välttämättä ole parhaita osakkeenomistajien näkökulmasta. Tämä voi olla strategista johdettujen tunnuslukujen heikkous ylimmän johdon tapauksessa. (Murphy ja Jensen 2011)

Gao et al. (2011) tutkivat muun muassa johdon osakeperusteisen palkitsemisen suoritusmittarien valintaa. He havaitsivat, että todennäköisyys käyttää tiettyä mittaria korreloi negatiivisesti mittarin volatilititeetin kanssa. Mittarien käyttöä selittävät myös aikaisempi suoriutuminen sekä strategiset ja hallintotekijät. (Gao et al. 2011)

Dikolli et al. (2003) saavat yhdenmukaisia tuloksia aikaisemmassa kirjallisuudessa raportoitujen tulosten kanssa siitä, mitkä tekijät vaikuttavat mittarien painotuksiin. Pääasiallisesti mittarien painotuksiin vaikuttavat suoritusmittarien herkkyys erityyppisiin ponnisteluihin, suoritusmittarien tarkkuus ja toimitusjohtajan aikahorisontti. Dikolli et al. (2003) osoittavat, että myös päämiehen eli sijoittajien aikahorisontti vaikuttaa optimaalisiin mittarien painotuksiin. (Dikolli et al. 2003) Dikolli (2001) osoittaa, että optimaaliset suoritusmittarien painotukset riippuvat agentin työskentelyhorisontista; mitä lyhyempi agentin työskentelyhorisontti on, sitä enemmän palkitsemisessa tulisi painottaa tulevaisuuteen suuntautunutta suoritusmittaria kuten asiakastyytyväisyyttä ja päinvastoin. Tulevaisuuteen suuntautuneiden suoritusmittarien avulla voidaan siis pidentää agentin aikahorisonttia. (Dikolli 2001)

Toimitusjohtajat saattavat pyrkiä vaikuttamaan eri mittarien painotuksiin. He saattavat esimerkiksi pitää parempana paremmin kontrolloitavissa olevia mittareita, jotka vähen-

tävät palkitsemisen vaihtelevuutta. Toimitusjohtajan näkökulmasta paremmin kontrolloitavissa olevilla mittareilla on parempi signal-to-noise –suhdeluku. Tämä tarkoittaa sitä, että epävarmuus tuloksista vähenee ja suhde tietyn tyyppisen ponnistelun ja tuloksen välillä on läpinäkyvämpi. Agentti tietää paremmin mitä hänen kannattaa tehdä saavuttaakseen tulokset. (Davila ja Penalva 2006) Davilan ja Penalvan (2006) mukaan laskentatoimeen perustuvat mittarit ovat keskimäärin paremmin kontrolloitavissa olevia kuin osakeperusteiset mittarit. Jos siis toimitusjohtaja pystyy vaikuttamaan omaan palkitsemiseensa, hän saattaa pyrkiä siihen, että palkitsemisessa painotetaan enemmän paremmin kontrolloitavissa olevia mittareita (laskentatoimeen perustuvia mittareita). Davila ja Penalva (2006) saavat tutkimuksessaan tukea edellä mainitulle hypoteesille. (Davila ja Penalva 2006)

Indjejikianin (1999) mukaan johdon palkitsemisessa voidaan tarvita useampia suoritusmittareita, jotka kannustavat eri toimintoihin. Tämä argumentti seuraa eräästä agenttiteorian kritiikistä. Agenttiteoriaa on kritisoitu argumentoimalla, että työnantaja-työntekijäsuhteet ja palkitseminen ovat yleensä paljon monimutkaisempia kuin mitä agenttiteoria antaa ymmärtää. On argumentoitu että riskin ja ponnistuksen välttämiskäyttäytyminen eivät ole käytännössä niin tärkeitä kuin ne ovat agenttiteoriassa. Argumentin mukaan todellinen agenttiongelmaksi koskee sitä, miten saadaan työntekijät valitsemaan oikeat toimenpiteet ja päätökset osakkeenomistajan arvon kasvattamiseksi. Keskeisintä ei siis olisikaan se, miten saadaan työntekijät työskentelemään kovemmin. Tämän seurauksena agenttiteorian piirissä on alettu tutkia monen tehtävän ongelmia. Ideana monen tehtävän ongelmissa on se, että työntekijät näkevät päätöksensä ja vastuunsa joko toisensa korvaavina tai toisiaan täydentävinä. Tällöin jos tarjotaan kannustimia tietyn tehtävän suorittamiseen, se saattaa vaikuttaa kannustimiin suorittaa muita tehtäviä. Ei ole olemassa täydellistä suoritusmittaria, joka kuvaisi kaikkia johdon toiminnan ulottuvuuksia täydellisesti. Tämän takia ei kannata etsiä yhtä täydellistä suoritusmittaria. Tämän vuoksi myös laskentatoimen tietoon perustuvat mittarit voivat olla hyödyllisiä, vaikka ne eivät kuvaa kaikkien nykyisten toimien tulevaisuuden seurauksia. Tämä johtuu siitä, että ne voivat motivoida työntekijää tiettyihin tehtäviin, vaikka ne eivät motivoi johonkin toiseen tehtävään. (Indjejikian 1999)

Myös Dutta ja Reichelstein (2005) päätyvät tutkimuksessaan johtopäätökseen, jonka mukaan on parempi käyttää useaa mittaria kuin yhtä mittaria tai ainakin yhdessä mitta-

riissa olisi hyvä yhdistyä eri mittareiden ominaisuudet. He rakentavat moniperiodisen päämies-agenttimallin ja tutkivat teoreettisesti johdon suoritusmittareita. Duttan ja Reichelsteinin analyysin mukaan optimaalisten suoritusmittareiden täytyy käyttää kaikkia tietolähteitä hyväksi eli kassavirtoja, laskentatoimeen perustuvia mittareita ja osakekurssia jopa kaikista ideaaleimmissa sopimuksenteko-olosuhteissa. Tämä johtuu siitä, että eri mittareihin liittyvät omat heikkoutensa.

Duttan ja Reichelsteinin (2005) mukaan johtajaa voidaan kannustaa investoimaan kolmella eri tavalla: käyttämällä mittarina osakekurssia, laskentatoimeen perustuvaa mittaria tai realisoituneita kassavirtoja. Osakekurssi on eteenpäin katsova mittari, kun taas laskentatoimeen perustuva tieto on historiallista tai taaksepäin katsovaa. Osakekurssi sisältää tiedon tulevista tuotoista ja näin ollen sen käyttäminen suoritusmittarina on tapa kannustaa investoimaan. Osakekurssin heikkous suoritusmittarina on siinä, että se kuvaa kaikkea arvolle olennaista tietoa, josta osa on sellaista, johon johto ei pysty vaikuttamaan. Laskentatoimen tuotot mittarina kannustavat myös investoimaan, koska investointimenoja aktivoidaan taseeseen, jolloin nykyisen mittarin arvo ei heikkene radikaalisti investoimisen seurauksena. Kuitenkin myös laskentatoimen mittarit ovat epätäydellisiä mittareita, koska niihin liittyy mittausvirheitä. Esimerkiksi virheitä voi aiheutua siitä, että kuluja, joita ei voida kohdentaa suoraan esimerkiksi tuotekehityskulut ja koulutus, jaetaan sisäisten allokointisääntöjen mukaan. Kannustinsopimus, joka perustuisi pelkästään toteutuneille periodittaisille kassavirroille, kannustaisi investoimaan, mutta se ei olisi optimaalinen, koska se altistaisi johtajan investointituottojen volatiliteetille. (Dutta ja Reichelstein 2005)

De Angelis ja Grinstein (2011) esittävät hypoteesin, jonka mukaan kun yrityksen optimaaliset strategiat muuttuvat nopeasti ajan kuluessa tai kun toimitusjohtajan toiminta on liian monimutkaista ilmaistavaksi täysin sopimuksessa, yritys luottaa vähemmän ennalta määriteltuihin suoritusmittareihin. He saavat tutkimuksessaan tukea tälle hypoteesille. Strategia voi muuttua nopeasti esimerkiksi investointipainotteisissa yrityksissä.

De Angelis ja Grinstein (2011) havaitsivat tutkimuksessaan, että suuremmat yritykset ja yritykset, joilla on suuremmat kasvumahdollisuudet luottavat enemmän markkinaperusteisiin mittareihin ja kypsemmät yritykset luottavat enemmän laskentatoimeen perustu-

viin mittareihin. He havaitsevat myös, että laskentatoimen mittarien tapauksessa myyntiä käyttävät yritykset, joilla on suurempia kasvumahdollisuuksia ja laskentatoimen tuottoja käyttävät enemmän kypsät yritykset, joilla on vähemmän kasvumahdollisuuksia.

De Angelis ja Grinstein (2011) argumentoivat, että suuret yritykset painottaisivat enemmän suoritusmittareita, jotka ottavat huomioon toimintojen riskin. Tämä johtuu siitä, että suurissa yrityksissä tehdään enemmän yritysostoja ja muutenkin hallitaan toiminnan laajuutta. Pienet yritykset ovat usein erikoistuneita ja toimivat yhdellä toimialalla. Niiden toimitusjohtajilla on rajoitetumpi vaikutus toimintojen riskiin. Markkinamittarit huomioivat kassavirtoihin liittyvän riskin, kun taas laskentatoimen mittarit eivät huomioi riskiä. Tämän vuoksi De Angelis ja Grinstein (2011) olettavat, että suuremmat yritykset ja yritykset joilla on useampia segmenttejä painottavat enemmän markkinaperusteisia mittareita. Kasvuvaiheessa olevat yritykset tekevät suuria investointeja ja vaativat johtajilta keskittymistä pitkän aikavälin tuloksiin. Tämän vuoksi laskentatoimen mittarit, jotka keskittyvät tämän hetken tuloksiin mittaavat huonommin johtajan optimaalisia toimia kuin markkinamittarit. Kasvuvaiheen yrityksille laskentatoimen mittareista sopivat paremmin markkinaosuus ja myynnin kasvu kuin kannattavuusmittarit kuten voittomittarit tai laskentatoimen tuotot. Näille yrityksille lyhyen aikavälin voittoja tärkeämpää on markkinaosuuden luominen. (De Angelis ja Grinstein 2011)

3.1.4 Osakekurssi

Osakekurssilla tarkoitetaan osakkeen hintaa arvopaperipörssissä. Osakekursseihin voivat vaikuttaa esimerkiksi markkinoiden volatiliteetti, suhdanteet ja yrityksen suosituimmuus. (www.investorwords.com)

Arvopaperipörssillä tarkoitetaan fyysistä tai elektronista paikkaa, jossa listattujen yritysten osakkeita, velkakirjoja ja/tai johdannaisia myydään ja ostetaan. Arvopaperipörssi voi olla yksityinen, voittoa tavoittelematon tai julkisesti noteerattu yritys. Arvopaperipörssi on säännelty paikka, jossa arvopaperivälittäjät ja yritykset kohtaavat tehdäkseen investointeja neutraalilla maaperällä. Useimmilla mailla on pääasiallinen arvopaperipörssi ja monilla on myös pienempiä paikallisia pörsejä. <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Stock+Market>

Osakekurssi on yleisesti nähty pitkäjänteisenä mittarina, koska se huomioi tulevaisuuden kassavirrat. Toiset ovat kuitenkin nähneet osakekurssin myös lyhyen aikavälin mittarina (esim Chakhovich 2010). Osakekurssiin vaikuttavat monet markkina- ja toimialakohtaiset tekijät, joihin johtaja ei pysty vaikuttamaan. Myös osaan yrityskohtaisista tekijöistä johtaja ei pysty vaikuttamaan lyhyellä aikavälillä. (Bebchuk ja Fried 2010a) Oman pääoman kannustimista seuraa siis se, että johtaja joutuu kantamaan riskiä ja tästä riskinkannosta häntä tulee kompensoida maksamalla suurempia palkkioita. (Core et al. 2002) Toisten mukaan osakekurssi oikeasemattomana ei ole kustannustehokas mittari. Tämä johtuu siitä, että palkittaessa johtajaa suoraan osakekurssiin perustuen johtaja voi tulla hyvin palkituksi markkinoiden tai toimialan yleisestä noususta johtuen, vaikka yritys olisi suoriutunut huonosti suhteessa kilpailijoihin tai markkinoihin. (Bebchuk ja Fried 2004) Sen sijaan toisten mukaan johtajia pitäisi pitää vastuussa sellaisistakin tekijöistä, joihin he eivät pysty suoraan vaikuttamaan (Murphy ja Jensen 2011). Gibbs et al. (2004) mukaan siitä voi tulla ongelmia, että yrityksissä valitaan kapeampia suoritusmittareita riskin vähentämiseksi. Tämä johtuu siitä, että tällöin suoritusmittari ei mittaa kaikkia niitä tehtäviä, joihin työntekijää halutaan kannustaa. Sen sijaan Indjejikianin (1999) mukaan ratkaisu olisi pikemminkin useamman mittarin samanaikainen käyttö, joilla voidaan kannustaa työntekijää suorittamaan eri tehtäviä. Toisin sanoen ei ole olemassa yhtä täydellistä suoritusmittaria, jonka pitäisi kannustaa työntekijää kaikkiin tehtäviin.

Osakekurssin avulla voidaan palkita johtajaa ajantasaisemmin pitkäjänteisestä työstä kuin laskentatoimen suoritusmittarien avulla. Tämä johtuu siitä, että osakekurssi huomioi nykyisen toiminnan odotetut vaikutukset tulevaisuudessa. (Dikolli et al. 2003) Sen sijaan pitkän aikavälin taloudelliset tulokset tiedetään vasta, kun kyseinen ajanjakso on kulunut, jolloin palkittaessa pitkän aikavälin työstä käyttäen laskentatoimen mittareita joudutaan odottamaan kyseisen ajanjakson kulumista. (Dikolli 2001) Palkitsemisesta enemmän ajallaan on etua, koska se mahdollistaa agentin kulutuksen tasaamisen (Dikolli 2001, Dikolli ja Vaysman 2006). Johtaja saattaa ymmärtää paremmin miten hän voi vaikuttaa laskentatoimen suoritusmittarin arvoon kuin miten hän voi vaikuttaa osakekurssiin (Indjejikian 1999).

Barclay et al. (2000) argumentoivat, että osakekurssin huono puoli suoritusmittarina on se, että siihen sisältyvät myös odotettujen tulevaisuuden toimien vaikutukset kassavir-

toihin eivätkä pelkästään toteutuneiden toimien vaikutukset kassavirtoihin. Tällöin johtajaa palkitaan toimista, joita johtaja ei ole vielä tehnyt. Voi olla, että johtaja suoriutuu seuraavalla periodilla odotuksia huonommin, jolloin hänelle on maksettu etukäteen liian suuria palkkioita, joita on vaikea periä takaisin. Laskentatoimen tuloksiin suoritusmittareina ei sisälly tällaisia ongelmia.

Yhdysvaltain keskuspankin pankkien palkitsemista koskevan ehdotetun ohjeistuksen (Proposed Guidance on Sound Incentive Compensation Policies 2009) mukaan jos työntekijän kannustinpalkitseminen perustuu suoritusmittareihin, jotka liittyvät vain kaukaisesti työntekijän toimintaan (esimerkiksi useimmille työntekijöille yrityksen voitto), järjestely ei ehkä rohkaise työntekijää liialliseen riskinottoon.

3.1.5 Ei-taloudelliset suoritusmittarit

Ei-taloudellisella suoritusmittarilla tarkoitetaan mitä tahansa kvantitatiivista yksilön tai entiteetin suorituksen mittaria, jota ei ilmaista rahayksiköissä (lexicon.ft.com). Ei-taloudelliset suoritusmittarit ovat parametrejä, joita käytetään arvioimaan ei-taloudellisen suoriutumisen aspekteja organisaatiossa (www.fasri.net). Esimerkkejä ovat työntekijöiden tyytyväisyys tai asiakastyytyväisyys, laatu, markkinaosuus ja uusien tuotteiden lukumäärä. Ei-taloudelliset suoritusmittarit ennakoivat joskus tulevaisuuden taloudellisia tuloksia. (lexicon.ft.com)

Ei-taloudellisten mittareiden käytöstä seuraa neljä hyötyä. Ensinnäkin ei-taloudellisten mittarien käytön myötä suorituksenmittausjärjestelmä on lähemmin yhteydessä pitkän aikavälin strategioihin. Taloudelliset arviointijärjestelmät keskittyvät yleensä vuoden tai lyhyen aikavälin tuloksiin strategisten tavoitteiden sijaan. Ei-taloudellisten mittarien avulla voidaan kommunikoida strategia ja kannustaa pitkän aikavälin strategian toteuttamiseen. Toiseksi perinteisiä mittareita on kritisoitu siitä, että monilla toimialoilla menestyksen ajureita ovat aineettomat tekijät kuten asiakkaiden lojaalius. Vaikka aineettomia varoja on vaikea mitata, ei-taloudellisten mittarien avulla voidaan saada kvantitatiivisia indikaattoreita aineettomista varoista. Kolmanneksi ei-taloudelliset mittarit voivat kertoa paremmin tulevaisuuden taloudellisesta suoriutumisesta. Laskentatoimen mittarit eivät välttämättä mittaa nyt tehtävistä päätöksistä seuraavia pitkän aikavälin etuja. Esimerkkejä tästä ovat tutkimus- ja kehitysmenot ja asiakastyytyväisyysohjelmat.

Neljänneksi ei-taloudellisiin mittareihin vaikuttavat vähemmän sellaiset tekijät, joihin johtaja ei voi vaikuttaa, joten niiden käyttö voi parantaa johtajien suoriutumista parantamalla suorituksenarviointia. (knowledge.wharton.upenn.edu)

Ei-taloudellisten mittareiden käyttöön liittyy viisi huonoa puolta. Paljon ei-taloudellisia ja laskentatoimen mittareita sisältävän järjestelmän kustannukset voivat ylittää siitä seuraavat hyödyt. Järjestelmän kehittäminen tulee usein kalliiksi, koska pitää investoida muun muassa tietojärjestelmiin ja kehittämiseen menee usein paljon aikaa. Suorituksenarviointiin sellaisiin mittareihin perustuen, jotka voivat olla ristiriidassa toistensa kanssa, voi mennä aikaa. Mittausprosessi voi byrokratian seurauksena muuttua tekniiseksi suorittamiseksi, joka ei edistä strategian toteuttamista. Toiseksi eri ei-taloudellisissa mittareissa on eri mittausyksiköt, mikä vaikeuttaa mittareiden vertailua ja suorituksenarviointia. Kolmanneksi monet yritykset ottavat käyttöön ei-taloudellisia mittareita vahvistamatta, että niillä on vaikutusta tulokseen. Vääristä mittareista seuraa, että keskitytään väärin tavoitteisiin ja parannusta mittareiden arvoissa ei voida yhdistää tulevaisuuden tuloksiin. Neljänneksi ei-taloudellisilta mittareilta puuttuu usein tilastollista luotettavuutta eli varmuutta siitä, että mittari kuvaa sitä mitä sen pitääkin kuvata eikä satunnaista mittausvirhettä. Tyytyväisyysmittarit perustuvat esimerkiksi liian vähään määrään vastauksia ja liian vähään määrään kysymyksiä. Tällaisilla mittareilla on huono tilastollinen luotettavuus, mikä vähentää niiden kykyä erottaa erinomainen suoriutuminen tai ennustaa tulevaisuuden taloudellisia tuloksia. Viidenneksi liian monen mittarin käyttö voi johtaa siihen, että saavutetaan vain vähän edistystä menestyksen avainajureissa. (knowledge.wharton.upenn.edu)

Dikollin (2001) tutkimuksen mukaan agenttia, jolla on lyhyt työskentelyhorisontti (aika, jonka agentti aikoo olla töissä kyseisessä yrityksessä) voidaan ohjata pitkäjänteisempään toimintaan painottamalla palkitsemisessa tulevaisuuteen suuntautuneita suoritusmittareita kuten asiakastyytyväisyyttä. Dikolli (2001) saa tutkimuksensa tulokseksi, että optimaaliset suoritusmittarien painotukset riippuvat agentin työskentelyhorisontista; mitä lyhyempi agentin työskentelyhorisontti on, sitä enemmän palkitsemisessa tulisi painottaa tulevaisuuteen suuntautunutta suoritusmittaria kuten asiakastyytyväisyyttä ja päinvastoin. (Dikolli 2001) Dikolli et al. (2003) saavat samankaltaisia tutkimustuloksia edellä mainitun tutkimuksen tulosten kanssa, kun suoritusmittarina on osakekurssi. Dikolli ja Vaysmanin (2006) tutkimuksen mukaan tulevaisuuteen suuntautuvat suoritus-

mittarit kuten asiakastyytyväisyys voivat olla osakekurssia tehokkaampia (efficient) ohjaamaan johtajaa jakamaan aikansa lyhyen ja pitkän aikavälin toimintaan. Näin on esimerkiksi silloin, kun osakekurssin arvoon vaikuttavat merkittävästi monet tekijät, joihin johtaja ei pysty vaikuttamaan, jolloin osakekurssin käyttö palkitsemisessa tulee liian kalliiksi. Näin ollen osakekurssi ja tulevaisuuteen suuntautunut suoritusmittari eivät suoraan korvaa toisiaan pitkäjänteiseen toimintaan kannustavina mittareina. (Dikolli ja Vaysman 2006) Käyttämällä ei-taloudellisia mittareita voidaan myös lieventää ongelmaa, joka aiheutuisi siitä, että agentti keskittyisi liikaa lyhyeen aikaväliin ja lähtisi yrityksestä ennen kuin tämän toiminnan vaikutukset näkyisivät negatiivisesti pitkän aikavälin tuloksissa. Käyttämällä ei-taloudellista suoritusmittaria yritys voi palkita johtajaa nykyisellä periodilla toimista, jotka parantavat pitkän aikavälin kannattavuutta. (Dikolli 2001, Dikolli ja Vaysman 2006)

On kaksi syytä siihen miksi ennakoivien suoritusmittarien käyttö vaikuttaisi johdon aikaorientaatioon. Ensinnäkin johtajat pyrkivät usein optimoimaan suorituksen mitattut ulottuvuudet (Courty and Marschke 2004). Ennakoivan suoritusmittarin arvoa voidaan optimoida sijoittamalla enemmän pitkän aikavälin investointeihin, jos lead-time on pitkä (Sliwka 2002). Van Rinsum ja Hartmann (2007) määrittelevät lead-timen ennakoivan ja tavallisen suoritusmittarin väliseksi aikaeroksi.

Ennakoivien suoritusmittarien käytöllä on kognitiivinen vaikutus johtajien aikaorientaatioon. Henkilöille on luonnollista etsiä syitä tuloksiin lähimenneisyydestä, kuitenkin ennakoivien suoritusmittarien käyttö voi vähentää tätä lyhytnäköisyyttä tarjoamalla temporaalisen sillan (Luft and Shields 2002). Kun johtajien on pakko pohtia nykyisen taloudellisen suorituksen taustalla olevia syitä, he saavat tietoa syy-seuraussuhteista, jotka he projekteivat tulevaisuuteen (Bluedorn and Denhardt 1988). Kun johtajien suoritusta mitataan ennakoivilla suoritusmittareilla, he ymmärtävät paremmin nykyisten toimien positiivisia vaikutuksia tulevaisuudessa, mikä pidentää heidän suunnitteluhorisonttiaan (Das 1987). Nämä argumentit antavat viitteitä siitä, että lead-time vaikuttaa positiivisesti johdon aikaorientaatioon. Tällöin pidempi lead-time olisi yhteydessä pidempään johdon aikaorientaatioon. (van Rinsum ja Hartmann 2007) Van Rinsum ja Hartmann saavat tutkimuksensa tuloksiksi, että lead-time ja arviointiperiodi vaikuttavat positiivisesti johdon aikaorientaatioon. He määrittelevät arviointiperiodin ajaksi, joka ote-

taan huomioon, kun arvioidaan johdon suoriutumista laskentatoimen mittareihin perustuen.

3.1.6 Taloudellinen lisäarvo

Ikäheimon (2003) mukaan osakkeen arvoa lähimpänä oleva mittari on taloudellinen lisäarvo (economic value added eli EVA). EVA mittaa investoinnin tuottamaa ylijäämää arvoa. (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/eva.html) Taloudellista lisäarvoa syntyy, kun yritykseen sijoitettu pääoma tuottaa enemmän kuin siihen sijoitetun pääoman kustannus on. Taloudellinen lisäarvo on liikevoiton määrä, joka ylittää liikevoiton minimivaatimustason. Jos liikevoittoa ei pysty kasvattamaan, johdon tulee vähentää liiketoimintaan sitoutunutta pääomaa ja siirtää sitä muihin kohteisiin taloudellisen lisäarvon luomiseksi. (Ikäheimo 2003)

EVA lasketaan seuraavalla kaavalla.

$$\text{EVA} = \text{Liikevoitto verojen jälkeen} - \text{Pääoman kustannus}$$

(http://www.valuebasedmanagement.net/methods_eva.html)

EVAA voidaan käyttää seuraaviin tarkoituksiin: organisaation tavoitteiden asetanta, suorituksenmittaus, bonusten määrittäminen, osakkeenomistajien ja sijoittajien kanssa kommunikointi, johtajien motivointi, budjetointi, yrityksen arvostus ja omaan pääomaan perustuvien arvopaperien analysointi.

(http://www.valuebasedmanagement.net/methods_eva.html)

Yrityksen arvo saadaan laskettua nykyisten projektien taloudellisten lisäarvojen (EVA) ja tulevien projektien taloudellisten lisäarvojen (EVA) nykyarvojen avulla.

(http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/eva.html) Palkitseminen taloudellisen lisäarvon parantamisesta sopii erityisesti yrityksiin, joissa liiketoiminta on ollut kannattamatonta ja johtoa halutaan palkita myönteisen kehityksen aikaansaamisesta. (Ikäheimo 2003)

Murphyn ja Jensenin (2011) mukaan taloudellisen lisäarvon käyttö suoritusmittarina on parempi vaihtoehto kuin laskentatoimen tulostittarien tai tuotto prosenttien käyttö suo-

ritusmittarina. Tämä johtuu monista eri tekijöistä. Esimerkiksi tilikauden tulos kannustaa investoimaan kaikkiin projekteihin, jotka tuottavat positiivisen tuloksen eikä pelkästään projekteihin, jotka tuottavat enemmän kuin pääoman kustannus. Toisin kuin laskentatoimen tulostittarit taloudellinen lisäarvo kannustaa johtajaa investoimaan projekteihin, jotka tuottavat enemmän kuin pääoman kustannus. Toiseksi esimerkiksi ROCE kannustaa johtajaa investoimaan pelkästään korkeimman tuottoprosentin projektiin eli investoimaan liian vähän. Toisin kuin tuotto prosenttien käyttö suoritusmittarina taloudellinen lisäarvo sisältää skaalakomponentin, joka kannustaa johtajia investoimaan tuottojen ylittäessä pääoman kustannuksen, mutta kannustaa vähentämään investointeja, kun tuotto on pienempi kuin pääoman kustannus. Kolmanneksi voittoa ei verrata budjetin tavoitteisiin käytettäessä taloudellista lisäarvoa mittarina, vaan tavoite on ulkoistettu, kun voittoa mitataan suhteessa pääoman kustannukseen, jonka määrittävät pääomamarkkinat. (Murphy ja Jensen 2011)

3.1.7 Laskentatoimen mittarit

Yksi syy muiden kuin osakekurssin käytölle palkitsemissopimuksessa on se, että osakekurssi tiivistää tietoa yrityksestä tehokkaasti, mutta se tiivistää tietoa johtajasta tehottomasti tai epä johdonmukaisesti (Lambert and Larcker 1987). Toinen perustelu on se, että osakekurssi ei ole tehokas kuvaamaan julkisesti saatavilla olevaa tietoa. (Core et al. 2000)

Laskentatoimen mittareita ovat esimerkiksi ROE, ROA, ROCE ja EPS.

$$ROE = \text{oman pääoman tuottoaste} = \frac{\text{nettovoitto}}{\text{omapääoma}}$$

$$ROA = \text{koko pääoman tuottoaste} = \frac{\text{tulos (ennen vähemmistöosuutta)} + \text{korkokulut} * (1 - \text{verokanta})}{\text{taseen koko pääoma tilikauden alussa}}$$

$$ROCE = \text{käytetyn pääoman tuottoaste} = \frac{\text{voitto ennen korkoja ja veroja}}{\text{varat} - \text{lyhytaikaiset velat}}$$

$$EPS = \text{osakekohtainen tulos} = \frac{\text{tulos}}{\text{osake}}$$

Kinnunen et al. 2007, <http://www.investorwords.com/5774/ROCE.html>,

<http://www.investorwords.com/1719/EPS.html#ixzz1vnOPj9xp>

Muun muassa yllä mainittuja mittareita käytetään suhdelukuanalyysissä, joka on osa taloudellista analyysiä. Suhdelukuanalyysin lisäksi taloudellinen analyysi sisältää kasvavirta-analyysin. Suhdelukuanalyysissä arvioidaan miten eri tilinpäätöserät liittyvät toisiinsa. Suhdelukuanalyysin perusteella voidaan ennustaa yrityksen tulevaisuuden suoriutumista. Taloudellinen ennustaminen on hyödyllistä yrityksen arvostuksessa, luoton arvioinnissa, huonon taloudellisen tilanteen ennustamisessa, arvopaperianalyysissä, yritysostojen ja sulautumisten analyysissä ja yrityksen rahoituspolitiikan analyysissä. ROE kertoo siitä, kuinka hyvin johtajat käyttävät osakkeenomistajien investoimia varoja tuottaakseen voittoja. Pitkällä aikavälillä yrityksen oman pääoman arvo riippuu ROE:stä ja oman pääoman kustannuksesta. Niiden yritysten, joiden oman pääoman odotetaan tuottavan pitkällä aikavälillä enemmän kuin mikä on oman pääoman kustannus, oman pääoman markkina-arvon pitäisi ylittää oman pääoman kirja-arvon ja päinvastoin. ROE:n benchmarkina voidaan ajatella olevan oman pääoman kustannuksen. Tämä johtuu siitä, että ajan kuluessa kilpailuvoimat ajavat yritysten ROE:ja kohti normaalitasoa pääoman kustannusta. Tämä tarkoittaa sitä, että jos joillain toimialoilla ROE:t ovat korkeita, uusia toimijoita tulee näille toimialoille, mikä laskee toimialan ROE:ja normaalitasolle. Murphyn ja Jensenin (2011) argumentointi on kuitenkin ristiriitainen edellä mainitun kanssa. Murphyn ja Jensenin (2011) mukaan taloudellisen lisäarvon tapauksessa benchmarkina on pääoman kustannus, kun taas pääoman tuottoprosentit kannustavat investoimaan vain suurimman tuottoprosentin projektiin. Kaksi tekijää vaikuttaa ROE:en: kuinka kannattavasti yritys käyttää varojaan ja kuinka paljon yrityksellä on varoja verrattuna osakkeenomistajien sijoitukseen. Yrityksen arvon määrittävät sen kannattavuus ja kasvu. Pääoman tuottoprosentit ovat kannattavuudesta kertovia tunnuslukuja. (Palepu et al. 2007) Koko pääoman tuottoasteen laskennassa näkökulmana ovat yrityksen kaikki rahoittajat, kun taas oman pääoman tuottoasteen osalta näkökulma rajoittuu oman pääoman sijoittajiin. Osakekohtaisella tuloksella tarkoitetaan nettovoittoa jaettuna yrityksen osakkeiden kokonaismäärällä. Laskennassa käytetään usein osakkeiden mää-

rän painotettua keskiarvoa koska osakkeiden määrä voi muuttua ajan kuluessa. Osakekohtainen tulos voidaan laskea kuluvalle vuodelle, edelliselle vuodelle tai tulevalle vuodelle. Osakekohtainen tulos vaikuttaa olennaisesti osakkeen arvoon. <http://www.investorwords.com/1719/EPS.html#ixzz1vnOPj9xp> ROCE kertoo siitä, kuinka hyvin yritys käyttää kaikkia pitkän aikavälin rahoituksen lähteitään tuottamaan voittoja. <http://lexicon.ft.com/Term?term=return-on-capital-employed--ROCE>

Aikaisemman tutkimuksen mukaan tilinpäätökseen perustuvat mittarit on nähty menneisyyteen perustuvina ja siksi lyhytnäköisempinä kuin osakekurssi (Ittner et al. 2003). Laskentatoimen tieto ei riittävästi kuvaa kaikkia nykyisten toimien ja päätösten taloudellisia seurauksia. (Indjejikian 1999) Chakhovichin (2010) tutkimuksen mukaan tilinpäätökseen perustuvat mittarit voivat kuitenkin olla pitkäjänteisiä. Tämä johtuu siitä, että nämä mittarit pakottavat suunnittelemaan tulevaisuutta.

Kuten aiemmin mainittiin johtaja saattaa ymmärtää paremmin miten hän voi vaikuttaa laskentatoimen suoritusmittareihin kuin miten hän voi vaikuttaa osakekurssiin tai ei-taloudellisiin mittareihin. Ymmärrettävyys on kannustimien kannalta hyvä asia (Indjejikian 1999). Sisäiset kontrollit ja tilintarkastus parantavat laskentatoimen tiedon luotettavuutta. Luotettavuus ja ymmärrettävyys parantavat kannustimien tuottamista työntekijöille ja johtajille. Parempi ymmärrettävyys johtaa kuitenkin siihen, että tuloksen manipulointi tulee helpommaksi. (Indjejikian 1999) Laskentatoimen mittareiden etu on se, että ne ovat informatiivisempia kuin tulevaisuuteen suuntautuneet suoritusmittarit. (Dikolli 2001)

Sloanin (1993) tutkimustulosten mukaan laskentatoimen tulostittarit suojaavat ylimpiä johtajia markkinatekijöiltä osakekurssissa. Tämä johtuu siitä, että laskentatoimen tulostittareihin vaikuttavat yrityskohtaiset tekijät, mutta vähemmän markkinakohtaiset tekijät. Näin ollen laskentatoimen tulostittareiden käyttö palkitsemissopimuksessa suojaaa johtajia sellaisilta tekijöiltä, joihin he eivät voi vaikuttaa.

Kuten aiemmin mainittiin, suhdeluvut ovat ongelmallisia suoritusmittareita. Tämä johtuu siitä, että johtaja voi parantaa niiden arvoa parantamalla suoriutumistaan tai laske-
malla nimittäjän arvoa. Esimerkiksi johtajan bonus voi perustua sijoitetun pääoman tuotto prosenttiin (ROCE) ja pääoman kustannus voi olla 10%. Johtajalla on mahdollisuus investoida ei toisiaan poissulkeviin projekteihin joiden tuotot vaihtelevat 5 ja 30

%:n välillä. Arvon maksimoiva ratkaisu olisi sijoittaa kaikkiin projekteihin, joiden tuotto ylittää 10 prosenttia. Suoritusmittari ROCE kannustaa kuitenkin johtajaa investoimaan pelkästään 30 prosenttia tuottavaan projektiin, vaikka tämä projekti olisi pieni ja jättämään investoimatta muihin kannattaviin projekteihin. (Murphy ja Jensen 2011) Ikäheimon (2003) mukaan pääoman tuottoa kuvaavien tunnuslukujen käyttö kuten ROCE on sopusoinnussa taloudellisen lisäarvon käsitteen kanssa. Tämä näkemys on ristiriidassa Murphyn ja Jensenin (2011) argumentoinnin kanssa. Suhdelukujen käytöstä seuraavien negatiivisten seikkojen määrä riippuu johtajan päätöksentekovaltuuksista. Esimerkiksi ROAn käyttämisestä suoritusmittarina seuraa negatiivisia asioita, jos johtajalla on valtuudet vähentää liiketoimintaan sitoutunutta pääomaa. Jos toimitusjohtajan suoritusmittarina käytetään pääoman tuottoa prosenttia, hallitus ei saa sallia, että toimitusjohtaja päättää investointien tasosta. (Murphy ja Jensen 2011) Laskentatoimen mittarit kuten tilikauden tulos ovat ongelmallisia siitä syystä, että ne eivät kannusta huomioimaan pääoman kustannusta. Näiden mittareiden käyttö kannustaa johtajaa investoimaan mihin tahansa projektiin, joka tuottaa positiivisen tuloksen eikä pelkästään niihin projekteihin, jotka tuottavat enemmän kuin mikä on pääoman kustannus. (Murphy ja Jensen 2011)

Lyhyin väliajoin mitattava tulostittari ei kuvaa hyvin johtajan vaikutusta yrityksen arvoon (Ikäheimo 2003, Murphy ja Jensen 2011) Lyhyen aikavälin tulostittari kannustaa toiminnan tehostamiseen, mutta tämä voi tapahtua pitkän aikavälin arvon kustannuksella esimerkiksi siten, että johtaja laskee tutkimus- ja kehitysmenoja. Tämän vuoksi palkkiojärjestelmässä ei pitäisi käyttää mittarina pelkästään tilikauden tulosta (Ikäheimo 2003). Lyhyen aikavälin tulos- ja tehokkuusvaatimukset saattavat johtaa siihen, että johto keskittyy siihen, mitä jo osataan ja toiminnan hienosäätöön eikä aikaa jää innovointiin ja uusien asioiden kokeilulle. Tämä voi johtaa siihen, että yritys jää ajastaan jälkeen. Tilikauden tulos sopii mittariksi yrityksille, joilla on vain vähän korollista velkaa, jolloin liikevoiton ja tilikauden tuloksen väliin jääviä eriä on vain vähän. (Ikäheimo 2003)

Lyhyin väliajoin mitattu laskentatoimen tulostittari ei mittaa hyvin toimitusjohtajan vaikutusta yrityksen arvoon (Murphy ja Jensen 2011). Tätä argumenttia voidaan verrata aiemmin mainittuun argumenttiin, jonka mukaan syynä muiden kuin osakekurssin käytölle palkitsemisopimuksessa on se, että osakekurssi ei kerro hyvin johtajan vaikutuksesta yrityksen arvoon (Lambert and Larcker 1987). Ensiksi mainitun argumentin mu-

kaan lyhyin väliajoin mitattu laskentatoimen suositusmittarikaan ei kerro hyvin johtajan vaikutuksesta yrityksen arvoon, joten se ei olisi yhtään parempi suoritusmittari. Tämä johtuu useista eri syistä. Ensinnäkin toimitusjohtajat tekevät usein päätöksiä, jotka eivät näy sen hetkisissä laskentatoimen tuloslukuissa. Tällaisia päätöksiä ovat esimerkiksi johtoryhmän mentorointi, joka on kriittistä arvonluonnin kannalta, mutta ei näy lyhyen aikavälin tuloksissa. Jotkut päätökset (kuten T&K-investointien kasvattaminen) myös vähentävät lyhyen aikavälin tuloksia, vaikka ne nostaisivat arvoa pitkällä aikavälillä. Toiseksi laskentatoimen tulostittareiden arvoihin vaikuttavat sellaiset tekijät, joihin toimitusjohtaja ei pysty vaikuttamaan. Tällaisia tekijöitä ovat esimerkiksi liiketoimintasyklit, luonnononnettomuudet ja öljynhintat. (Murphy ja Jensen 2011)

3.1.8 Hallituksen subjektiivinen jälkikäteisarviointi ja palkkioiden takaisinperintä

Koska täydellisiä suoritusmittareita on vaikea luoda, bonusjärjestelmässä pitäisi sallia sellaisen bonuksen kieltäminen tai korjaus, jota johtaja ei ole ansainnut tai on ansainnut teoista, jotka eivät hyödytä yritystä tai jotka vahingoittavat yritystä. Toimitusjohtajaa on asianmukaista palkita myös sellaisista yrityksen arvoa edistävästä teoista, jotka eivät näy suoritusmittarissa. Takaisinperintäsäännökset pitäisi olla myös optio- ja osakepalkitsemisjärjestelmissä. Tällaisten jälkikäteisten korjausten eksplisiittisestä sallimisesta seuraa ongelmia, mutta Jensenin ja Murphyn (2011) mukaan jos korjauksia ei sallita, seuraa suurempia ongelmia. Edellä mainittujen seikkojen takia palkitsemiskomiteoiden pitäisi tehdä jälkikäteiskorjauksia sekä johtajan suoriutumisen mittariin että todellisuudessa maksettuun palkitsemiseen. Tähän liittyen tehdään tavallisesti kolme virhettä: 1) ei tehdä subjektiivisia arvioita johtajan suoriutumisesta 2) suojellaan johtajaa liikaa tekijöiltä, joihin he eivät voi vaikuttaa ja 3) ei peritä takaisin epäasianmukaisia palkkioita johtajalle. Subjektiivisuutta ei saisi kuitenkaan painottaa liikaa. Tämä johtuu siitä, että palkitsemisvaliokunnalla ja hallituksella ei ole yleensä riittävästi tietoa, jotta he voisivat arvioida tarkasti toimitusjohtajan toimintaa. Tätä ongelmaa vahvistaa se, että se tieto, joka hallituksella on, on todennäköisesti sellaista, johon toimitusjohtaja on voinut vaikuttaa voimakkaasti tai nämä tiedot voivat olla jopa suoraan lähtöisin toimitusjohtajalta. (Murphy ja Jensen 2011)

Palkitsemiskomiteoiden pitäisi aina varata itselleen oikeus periä bonus takaisin jälkikäteen tilanteissa, joissa tietoa suorituksista joudutaan korjaamaan jälkikäteen. Tilinpäättötietoja voidaan joutua korjaamaan seuraavista syistä: virheet, liian optimistiset oletukset, tuloksen manipulointi, petos tai lyhytnäköiset päätökset, jotka johtivat tuloksen nousuun lyhyellä aikavälillä, mutta tuhoavat arvoa pitkällä aikavälillä. Bonuksen takaisinperintä voidaan tehdä mahdolliseksi erilaisilla tavoilla. Jokaisen vuoden bonuksesta voidaan osa jättää maksamatta rahana ja siirtää se tilille, jolta bonuksia voidaan jälkikäteen periä takaisin tarvittaessa. Palkkio voidaan periä takaisin myös johtajan eläke-eduista, lykätystä palkitsemisesta tai muista varoista, jotka ovat yrityksen kontrollissa. Takaisinperinnässä voidaan hyödyntää myös bonuspankkeja. Jos takaisinperintäsäännöksiä ei ole, se kannustaa johtajia valehtelemaan ja keinottelemaan saadakseen itselleen lisäpalkitsemista. (Murphy ja Jensen 2011)

3.2 Ansaintaperiodi

Ansaintaperiodilla tarkoitetaan osakepalkkiojärjestelmässä jaksoa, jolta suoritus tiettyyn suoritusmittariin perustuen mitataan. Näyttää kuitenkin siltä, että ei ole olemassa suoraan ansaintaperiodia käsittelevää akateemista kirjallisuutta. Sen sijaan esimerkiksi tavoitteenasetantakirjallisuuden mukaan pitkän aikavälin tavoitteenasetanta on tehottomampaa kuin lyhyen aikavälin tavoitteenasetanta (Locke ja Latham 1990).

Ansaintaperiodin pidentäminen vuodesta useampaan vuoteen tasoittaa mittarin arvoa ja mahdollisesti suodattaa pois vuosittaiseen mittariin liittyvää satunnaista vaihtelua. Empiirisen tutkimuksen mukaan mittausjakson pituuden kasvaessa korrelaatio laskentatoimen tuottojen ja markkinatuottojen välillä kasvaa (Easton et al. 1992, Gao et al. 2011)

Van Rinsum ja Hartmann (2007) määrittelevät arviointiperiodin ajaksi, joka otetaan huomioon, kun arvioidaan johdon suoriutumista laskentatoimen mittareihin perustuen. Johtajien kognitiiviset rajoitukset vaikeuttavat heitä ymmärtämästä heidän toimintansa pitkän aikavälin seurauksia. Nämä kognitiiviset rajoitukset myös selittävät miksi pidemmät arviointiperiodit voivat johtaa huonompaan johtajien suoriutumiseen ja selittävät miksi johtajat pohtivat tuloksien maksimoimista jollekin rajalliselle ajalle eivätkä rajattomalle ajalle. (van Rinsum ja Hartmann 2007)

Kaksi argumenttia tukee argumenttia, jonka mukaan arviointiperiodin pituus vaikuttaa suoraan johdon aikahorisonttiin. Ensimmäinen argumentti liittyy laskentatoimen mittareiden kahteen ominaisuuteen: varovaisuuden periaatteeseen ja rajoitettuun kyvykkyyteen ilmaista taloudellisia tuottoja. Varovaisuuden periaatteesta seuraa, että epävarmoja tuottoja ei saisi kirjata ja tällöin käyttäytyminen vinoutuu kohti välittömien tuottojen saavuttamista. (van Rinsum ja Hartmann 2007) Pitkällä aikavälillä laskentatoimen tulos lähennee taloudellista tulosta, koska kaikki investoinnin tuotot realisoituvat ja kirjataan laskentatoimen tulokseen (Merchant and Bruns 1986). Lyhyellä aikavälillä laskentatoimen tulos kuvaa epätarkasti lopullista suoriutumista, joten johtajat tavoittelevat sen sijaan välittömiä voittoja (Merchant 1989). Van Rinsum ja Hartmann (2007) olettavat, että johtajien laskentatoimen mittareihin perustuvassa suorituksenarvioinnissa huomioon otettava periodi vaikuttaa johdon aikaorientaatioon. Kun arviointiperiodi pitenee, laskentatoimen tulos lähennee taloudellista tulosta, mikä vähentää lyhytnäköisyysvinoutumaa.

Toinen argumentti liittyy johtajien taipumukseen arvioida investointeja lyhytnäköisesti heidän tappionvälttämiskäyttäytymisestään johtuen. Tappion välttämällä tarkoitetaan sitä, että voitosta X seuraava hyöty on pienempi kuin tappiosta X seuraava hyödyn väheneminen. Lyhytnäköistä tappion välttämistä käsittelevät tutkimukset antavat viitteitä siitä, että johdon investointeihin liittyvää lyhytnäköisyyttä voidaan vähentää pidentämällä arviointiperiodia. Pidemmät arviointiperiodit saavat tappioita välttävät johtajat todennäköisemmin pitämään tiettyä investointia osana pitkän aikavälin investointimahdollisuuksia (osana investointien sarjaa). Tämän seurauksena he pitävät investointiin liittyvää tappioriskiä alempana ja ovat valmiimpia investoimaan enemmän. Jos arviointiperiodi on lyhyt, johtajat usein näkevät investoinnin kertaluontoisena, vaikka se olisi osa investointien sarjaa. (van Rinsum ja Hartmann 2007) Tutkimusten mukaan lyhyt arviointiperiodi saa johtajat investoimaan merkittävästi vähemmän kuin mikä olisi optimaalista odotetun arvon mukaan (Bellemare et al. 2005; Langer and Weber 2005).

Van Rinsum ja Hartmann (2007) saavat tutkimuksensa tulokseksi, että arviointiperiodi vaikuttaa johdon aikaorientaatioon. Kokeilun pääasiallinen tulos oli, että pidempi arviointiperiodi laskentatoimen suoritusmittarien tapauksessa vaikuttaa positiivisesti johdon aikaorientaatioon. Pidempi arviointiperiodi sai henkilöt investoimaan suurempia määriä koko projektin keston ajan. (van Rinsum ja Hartmann 2007)

Tietyt toimitusjohtajan päätökset vaikuttavat yrityksen arvoon kasvuyrityksissä hiitaammin. Tämän vuoksi näissä yrityksissä toimitusjohtajan toimintaa pitäisi mitata pidemmällä aikavälillä. Fudenberg, Holmstrom, and Milgrom (1990) osoittavat, että johtajan sopimuksen pituus on positiivisesti yhteydessä tiedon saapumisen myöhästymiseen. Tämän vuoksi voidaan olettaa, että kasvuvaiheessa olevat yritykset käyttävät pitkän aikavälin suoritusmittareita.

De Angelis ja Grinstein (2011) argumentoivat, että yrityksen koko vaikuttaa siihen, mikä mittausjakson pitäisi olla. Yrityksen riskiprofiilin hallinnan (esim. toimintojen uudelleen keskittäminen) edut todennäköisemmin realisoituvat pidemmällä aikavälillä kuin yksinkertaiset tuotantotoiminnot. Tämän vuoksi suuremmissa yrityksissä suoritusmittareita pitäisi mitata pidemmällä aikavälillä.

Yhdysvaltain keskuspankin pankkien palkitsemista koskevan ehdotetun ohjeistuksen (Proposed Guidance on Sound Incentive Compensation Policies 2009) mukaan jos palkitseminen sidotaan työntekijän liiketoiminnan lyhyen aikavälin tuottoihin tai voittoihin ilman tähän liiketoimintaan liittyvien riskien oikaisuja, järjestely saattaa rohkaista liialliseen riskinottoon. Yhdysvaltain keskuspankin pankkien palkitsemista koskeva ehdotetun ohjeistuksen (Proposed Guidance on Sound Incentive Compensation Policies 2009) mukaan on olemassa neljä keinoa, joiden avulla palkitsemisen määrä voidaan saada riippumaan riskistä. Yksi näistä on ansaintaperiodin pidentäminen. Nämä neljä menetelmää ovat:

- 1) Pidemmät ansaintaperiodit: ansaintaperiodin pidentäminen sallii palkkion maksun, kun osa tai kaikki riskinoton seurauksista on toteutunut tai paremmin tiedossa.
- 2) Palkkioiden riskikorjaus: Kannustinpalkkiota oikaistaan sellaisiin mittareihin perustuen, jotka huomioivat riskit, jotka työntekijän toimet aiheuttavat organisaatiolle. Nämä mittarit voivat olla kvantitatiivisia tai riskikorjaus voi perustua subjektiiviseen arvioon.
- 3) Palkkion lykkääminen: Palkkion maksua lykätään ansaintaperiodin jälkeen ja palkkioita oikaistaan vastaamaan tappioita tai muita suoriutumisen ulottuvuuksia jotka selviävät palkkion lykkäyksen aikana. Palkkioita voidaan oikaista kaavaan perustuen tai subjektiiviseen arvioon perustuen, vaikka liiallinen subjektiivisten arvioiden käyttö voi olla huono asia työntekijän kannustimien kannalta, koska

ennustettavuus kärsii. Lykkäysajan pitäisi olla tarpeeksi pitkä, jotta työntekijän toiminnan riskit ehtivät realisoitua. Tappioiden mittarit pitäisi selkeästi selittää työntekijöille, ja ne pitäisi sitoa työntekijän toimintoihin suoritusperiodin aikana.

- 4) Herkkyyden lyhyen aikavälin tuloksiin vähentäminen: Vähennetään vauhtia, jolla palkkiot kasvavat, kun työntekijä saavuttaa korkeampia suoritusmittarin arvoja.

Maksun lykkääminen voi olla tehokkaampi menetelmä kuin riskikorjaus, jos riskit ovat vaikeasti mitattavia kuten uusiin toimintoihin tai tuotteisiin liittyvät riskit. Osakkeiden tai optioiden käyttö voi rajoittaa ylimpien johtajien riskinottokannustimia. Ylimmille johtajille pitäisi maksaa merkittävä osuus palkitsemisesta omaan pääomaan perustuvina palkkioina. (Proposed Guidance on Sound Incentive Compensation Policies 2009)

3.3 Sitouttamisperiodi

Sitouttamisperiodilla tarkoitetaan optioiden tapauksessa sitä, että optioita ei saa heti niiden saamisen jälkeen käyttää, vaan ne on omistettava jokin aika (sitouttamisperiodi) ennen kuin niiden käyttäminen on mahdollista. Osakkeiden tapauksessa sitouttamisperiodilla tarkoitetaan sitä, että osakkeita ei saa myydä heti niiden saamisen jälkeen vaan ne on omistettava jokin aika (sitouttamisperiodi) ennen kuin myyminen on mahdollista. Sitouttamisperiodilla on tärkeä rooli kannustimien tuottamisessa. Tämä johtuu siitä, että jos sitouttamisperiodia ei olisi, johtaja voisi käyttää optiot ja myydä siitä saadut osakkeet pian optioiden saamisen jälkeen, jolloin nämä myönnetyt optiot eivät enää kannustaisi johtajaa parempiin suorituksiin (Chi ja Johnson 2009).

Sitouttamisperiodin pituutta pohdittaessa tulee huomioda pidemmistä sitouttamisperiodeista seuraavat hyödyt ja haitat. Pidentämällä sitouttamisperiodia voidaan pidentää johtajan sijoitushorisonttia (esim. Cadman et al. 2011), kannustaa innovatiivisuuteen, sitouttaa johtoa (esim. Cadman et al. 2011) ja vähentää lyhytnäköistä toimintaa (Chi ja Johnson 2009). Johto voi tehdä lyhytnäköisiä päätöksiä, jotka nostavat lyhyen aikavälin tuloksia pitkän aikavälin tulosten kustannuksella (Stein 1989). Tämä lyhytnäköinen toiminta laskee kokonaistuloksia ja yrityksen arvoa. Pidemmät sitouttamisperiodit vähentävät johdon lyhytnäköistä käyttäytymistä ja näin ollen nostavat yrityksen arvoa. Käytettäessä pidempiä sitouttamisperiodeja johto ei hyödy lyhyen aikavälin tulosten

nostamisesta pitkän aikavälin tulosten kustannuksella, koska pitkät sitouttamisperiodit estävät johtoa ottamasta voittoja ulos yrityksestä lyhyen aikavälin osakekurssien perusteella. (Chi ja Johnson 2009)

Pidemmät sitouttamisperiodit voivat myös parantaa sopimuksen tehokkuutta. Fudenbergin, Holmströmin ja Milgromin (1990) mallin mukaan jos agenteilla on keskipitkällä aikavälillä enemmän tietoa heidän toimintansa pitkän aikavälin tuloksista kuin päämiehillä, on tehokasta tehdä sopimus pitkälle aikavälille, jolloin agentille maksetaan vasta sen jälkeen, kun päämies havaitsee pitkän aikavälin tulokset. Sitouttamisperiodin pituus kertoo sopimuksen pituudesta. Pidemmän aikavälin sopimuksen etuna on se, että pidemmän ajan kuluessa agentin toiminnan tuloksista on saatu enemmän tietoa. Jos lyhyen aikavälin osakekurssit eivät kuvaa johtajan toiminnan tuloksia tarpeeksi hyvin, palkitseminen kannattaa perustaa pidemmän aikavälin osakekursseihin. (Chi ja Johnson 2009) Tiedon epäsymmetria agentin ja päämiehen välillä pitkän aikavälin tuloksista voi ilmetä erityisesti kasvuyrityksissä. Yrityksissä, joilla on merkittäviä kasvumahdollisuuksia, pitää tehdä investointipäätöksiä sellaisista projekteista, joista seuraavat kassavirrat paljastuvat kokonaisuudessaan vasta pidemmän ajan kuluttua. Näissä yrityksissä johdolla on merkittävästi enemmän tietoa projektista, jota ei kuitenkaan pystytä uskottavasti viestimään sidosryhmille. Johtajien investointihorisonttien pidentäminen pidempien sitouttamisperiodien avulla on siis kaikista hyödyllisintä yrityksissä, joissa on merkittävä tiedon epäsymmetria koskien nykyisten toimien vaikutuksia tulevaisuuden kasvavirtoihin, ja tällaisia yrityksiä voivat olla kasvuyritykset. (Cadman et al. 2011) Cadman et al. (2011) tutkimuksen tulosten mukaan sitouttamisperiodit ovat pidempiä kasvuyrityksissä. He löytävät positiivisen syy-seuraussuhteen yrityksen investointimahdollisuuksien ja optioiden sitouttamisperiodien väliltä.

Pidempien sitouttamisperiodien avulla voidaan sitouttaa johtoa yritykseen. Kolen (1997) mukaan pitkän aikavälin palkitsemissopimukset voivat auttaa sitouttamaan johtoa, jos niissä on ehto, jonka mukaan jos lähtee yrityksestä ennen sitouttamisperiodin päättymistä, menettää käyttö- tai myyntirajoituksen alaiset arvopaperit. Balsamin and Miharjon (2007) tutkimus tarjoaa empiiristä todistusaineistoa sitouttamisperiodien sitouttamisvaikutuksista. Pidempien sitouttamisperiodien sitouttamisvaikutuksesta on hyötyä erityisesti yrityksissä, joilla on suuremmat kasvumahdollisuudet, mutta myös esimerkiksi suurissa yrityksissä, jotka joutuvat valitsemaan johtajat pienemmästä jou-

kosta ja yrityksissä, joiden osalta työmarkkinat ovat kilpailullisemmat. Näissä yrityksissä toimitusjohtajan korvaaminen voi tulla kalliimmaksi, jolloin sitouttaminen on tärkeämpää. Cadman et al. (2011) havaitsivat tutkimuksessaan, että suuremmissa yrityksissä, joissa on vaikeampaa löytää korvaava toimitusjohtaja ja paremmin menestyvissä yrityksissä sitouttamisperiodit ovat pidempiä. (Cadman et al. 2011)

Kuitenkin pidempien sitouttamisperiodien etuja tasapainottavat pidemmistä sitouttamisperiodeista seuraavat kustannukset. Sitouttamisperiodin pidentyessä palkitsemissopimuksen kustannukset yritykselle kasvavat. Tämä johtuu siitä, että johtajan riski kasvaa ja tällöin johtajalle täytyy maksaa riskipreemio kompensoimaan riskin kasvua. Palkitsemissopimuksessa on usein ehto, jonka mukaan johtaja menettää sitouttamisperiodin alaiset osakkeet ja optiot, jos hän lähtee yrityksestä. Tämän vuoksi sitouttamisperiodeista aiheutuu riski menettää sitouttamisperiodien alaiset palkkiot, jos johtaja lähtee yrityksestä ennen sitouttamisperiodin päättymistä. Tämän lisäksi pidemmät sitouttamisperiodit estävät johtajaa hyötymästä osakkeista ja optioista lyhyellä aikavälillä ja hajauttamasta omistuksiaan, mistä aiheutuu omaan pääomaan liittyvä riski ja likviditeettiriski johtajalle. Nämä riskit johtavat siihen, että johtaja arvostaa saamiaan osakkeita ja optioita vähemmän. Nämä riskit myös nostavat sellaisen sopimuksen kustannuksia, jossa on pidempi sitouttamisperiodi. (Cadman et al. 2011) Lisäksi koska sitouttamisperiodit estävät johtajia hajauttamasta yritykseen liittyviä omistuksiaan, ne voivat kannustaa riskiä välttävää johtajaa valitsemaan vähemmän riskiä sisältäviä projekteja suurempia riskejä sisältävien projektien sijaan, vaikka tämä ei maksimoisi yrityksen arvoa. (Chi ja Johnson 2009)

Johtajan ja osakkeenomistajien aikajänteiden toisistaan eroavuus on yksi agenttiongelmaksi, johon edellä kuvatun kaltaisesti yksi ratkaisu voisi olla sitouttamisperiodin pidentäminen. Kuitenkin johtajan ja omistajien välillä on myös toinen agenttiongelmaksi, joka liittyy riskiin. (Cadman et al. 2011) Tämän riskiin liittyvän agenttiongelman kannalta lyhyemmät sitouttamisperiodit voisivatkin olla parempia. Tämä johtuu siitä, että jos johtajalle kertyy paljon sellaisia optioita, joiden osalta osakekurssi on paljon optioiden käyttöhintaa korkeampi (in-the-money options), mutta johtaja ei saa vielä käyttää optioita pitkän sitouttamisperiodin takia, tämä voi kannustaa johtajaa käyttäytymään riskiä välttävästi. Tällöin johtaja voi hylätä sellaisia projekteja, jotka sisältävät riskiä, mutta joiden nykyarvo on positiivinen, mikä on haitallista yrityksen arvon kannalta (Lambert,

Larcker, and Verrecchia, 1991). Tämän takia lyhyemmät sitouttamisperiodit voivat olla pidempiä parempia yrityksissä, joissa halutaan varmistaa riskinottokannustimien säilyminen (Brisley, 2004). Ne voivat olla myös parempia yrityksissä, joissa on suurempi tarve tarjota riskinottokannustimia ja yrityksissä, joilla on enemmän riskiä sisältäviä investointimahdollisuuksia. Lyhyemmän sitouttamisperiodin ansiosta sopimus pysyy konveksina, mikä takaa riskinottokannustimien säilymisen. Myös jos optioilla on tarkoitus palkita johtoa pääasiassa aikaisemmasta hyvästä suoriutumisesta, lyhyemmät sitouttamisperiodit voivat olla parempia, koska ne aiheuttavat vähemmän riskiä johtajalle. (Cadman et al. 2011)

Toisena ratkaisuna edellä mainittuun ongelmaan on ehdotettu sitä, että sallittaisiin osan optioista käyttäminen aikaisemmin. Brisley (2004) rakentaa mallin, jonka avulla hän analysoi optioiden käyttörajoituksen laukeamiseen liittyvien ehtojen vaikutusta johtajien kannustimiin valita kannattavia, riskiä sisältäviä projekteja. Hän saa tutkimuksensa tulokseksi, että yritysten pitäisi sallia sitä suuremman osan optioista käyttö aikaisin, mitä enemmän osakekurssi on kasvanut. Näin voitaisiin taata, että johtaja pitää itsellään riittävän määrän optioita, jotka vielä tarjoavat riskinottokannustimia, mutta käyttää optiot, joiden osalta konveksisuus on hävinnyt. Tavallisten optioiden tapauksessa, jolloin siis ajan kuluminen on peruste käyttörajoituksen laukeamiselle, voi käydä niin, että johtaja käyttää optiot, jotka vielä tarjoaisivat riskinottokannustimia tai hänellä on paljon optioita, joiden osalta konveksisuus on hävinnyt, mutta joita hän ei vielä saa käyttää. Jälkimmäisessä tapauksessa johtajalle tulisi antaa paljon uusia optioita, jotta edes olemassa olevien optioiden tuottamat haitalliset kannustimet saataisiin kumottua. Brisleyn ehdottaman järjestelyn myötä johtajalle ei tarvitsisi antaa niin paljon uusia optioita, mikä vähentää kustannuksia. (Brisley 2004)

Euroopan komission suosituksessa (Commission recommendation on remuneration of directors of listed companies 2009, 385) on sanottu, että sitouttamisperiodin pitäisi osakkeiden, optioiden ja muiden osakekurssiin perustuvien palkkioiden tapauksessa olla vähintään kolme vuotta. Samassa ohjeessa sanotaan, että sitouttamisperiodin laukeamisen pitäisi perustua ennalta määriteltuihin ja mitattaviin suoritusmittareihin. Johtajien pitäisi pitää itsellään tietty määrä osakkeita koko yrityksessä työssöolonsa ajan.

3.5 Osakkeiden ja optioiden omistusvaatimukset

Johtajat ovat hyödyntäneet vapauttaan käyttää optiot ja myydä osakkeet niiden saamisen jälkeen. Osakeoptiot käytetään tavallisesti vuosia ennen niiden erääntymistä ja melkein kaikki osakkeet, jotka saadaan optioiden käyttämisestä, myydään heti. Tällaisesta aikaisesta kannustimien käyttämisestä aiheutuu kahdenlaisia kustannuksia osakkeenomistajille. Ensinnäkin yhtiön täytyy antaa johtajalle uusia osake- tai optiokannustimia, jotta johtajalla olisi edelleen kannustin tuottaa osakkeenomistajille arvoa. Tämä uusien oman pääoman ehtoisten kannustimien myöntäminen vähentää sen hetkisten osakkeenomistajien suhteellista osakkeenomistusta yrityksestä. Jos johtajille ei tarvitsisi myöntää uusia kannustimia niin usein, kustannus osakkeenomistajille olisi pienempi. Toiseksi vapaus myydä oma pääoma heti sen saamisen jälkeen saa johtajat keskittymään liikaa lyhyen aikavälin osakekursseihin, joilla he voivat myydä osakkeet ja optiot. Johtajalle saattaa olla kertynyt suuri määrä myyntikelpoisia osakkeita ja optioita. Jos johtaja päättää, että hän haluaa myydä suuren määrän osakkeita, hänelle syntyy kannustin kasvattaa lyhyen aikavälin osakekurssia jopa pitkän aikavälin arvon kustannuksella. Kumpiakin kannustimien aikaisesta käyttämisestä aiheutuvia kustannuksia voidaan vähentää erottamalla osakkeiden myyntirajoituksen loppumisaika (vesting period) ja optioiden käyttörajoituksen loppumisaika (vesting period) hetkestä, jolloin ne voidaan rahastaa. (Bebchuk ja Fried 2010a)

Yhtenä ratkaisuna on ehdotettu järjestelyä, jonka mukaan johtaja saisi rahastaa osakkeet ja optiot vasta siirtyessään eläkkeelle. Tällainen järjestely vähentäisi kannustimien täydentämisen kustannuksia ja saisi johdon keskittymään pitkään aikaväliin. Kuitenkin eläkeperusteisiin rajoituksiin liittyy heikkouksia, joiden takia Bebhuk ja Fried (2010a) eivät suosittele niiden käyttämistä. Ensinnäkin eläkeperusteiset rajoitukset kannustaisivat varsinkin parhaita johtajia, joille on kertynyt paljon osakkeita ja optioita, jäämään eläkkeelle liian aikaisin. Toiseksi jos johtaja saa rahastaa kaikki hänelle kertyneet osakkeet ja optiot heti eläkkeelle siirryttyään, tämä johtaa siihen, että parina viimeisenä työ-säolovuotenaan johtaja painottaa liikaa lyhyen aikavälin tuloksia. (Bebchuk ja Fried 2010a)

Bebchuk ja Fried (2010a) selittävät miten osakkeiden ja optioiden pitovaatimukset pitäisi rakentaa. Rajoituksia pitäisi olla kahdenlaisia: myöntöön perustuvia kannustimista

luopumisen rajoituksia ja keskimääräisiä (aggregate) kannustimista luopumisen rajoituksia. Bebchuk ja Fried (2010a) tarkoittavat myöntöperusteisilla rajoituksilla rajoituksia, jotka määritellään viittaamalla johtajalle myönnettäviin oman pääoman eriin. He suosivat myöntöperusteista rajoitusta, joka sallii johtajan myydä kasvavan määrän omaa pääomaa ajan kuluessa erän myöntöpäivästä. Esimerkkinä he mainitsevat järjestelyn, jossa johtaja saa myydä sellaisen määrän omaa pääomaa, että hän saa verot maksetuksi, mutta hänen täytyy omistaa loput kahden vuoden ajan myöntöpäivästä. Kahden vuoden kuluttua myöntöpäivästä johtaja saa myydä 20 % myönnetystä määrästä. Jokaisena seuraavana myöntämisen vuosipäivänä johtaja saa myydä toiset 20% myönnön jäljellä olevasta määrästä. Kahden vuoden kuluttua myönnöstä johtaja saisi myydä 20 % kolmen vuoden kuluttua myönnöstä 40% ja kuuden vuoden kuluttua 100%. (Bebchuk ja Fried 2010a)

Myöntöperusteisten rajoitusten ohella tarvitaan keskimääräisiä rajoituksia, koska johtajille saattaa olla kertynyt paljon oman pääoman ehtoisia eriä ja heidän kannustimensa riippuvat heidän portfolioistaan yrityksen omaa pääomaa. Keskimääräisten rajoitusten pitäisi perustua johtajan kertyneeseen yrityksen oman pääoman portfolioon, joka on saatu yrityksen palkitsemisohjelmien kautta. Bebchuk ja Fried (2010a) ehdottavat, että johtaja ei saisi yhtenäkkään vuonna myydä enemmän kuin tietyn osuuden kokonaisomasta pääomasta, joka heillä on vuoden alussa. Keskimääräisten rajoitusten pitäisi olla voimassa jonkun ajan esimerkiksi viisi vuotta vielä eläköitymisen jälkeenkin. Tällaisia keskimääräisiä rajoituksia käytetään Bebchukin ja Friedin (2010a) mukaan kuitenkin harvoin. (Bebchuk ja Fried 2010a)

On tärkeää, että johtajia estetään suojautumasta palkitsemisjärjestelyjen vaikutuksilta. Yleensä palkitsemisjärjestelyissä on kuitenkin epäonnistuttu rajoittamaan sellaisten rahoitusinstrumenttien käyttöä, jotka voivat heikentää tai eliminoida kokonaan osakkeiden tai optioiden kannustinvaikutukset. Yllä kuvatut myöntöperusteiset ja keskimääräiset rajoitukset menettävät merkityksensä, jos johtajaa ei estetä suojautumasta. Suojautuminen pitäisi kieltää niin pitkäksi aikaa kuin myöntöperusteiset ja keskimääräiset rajoitukset ovat voimassa. (Bebchuk ja Fried 2010a)

4 TUTKIMUSMENETELMÄ

4.1 Metodologia ja menetelmä

Tämä tutkimus on intensiivinen case-tutkimus. Yin (2002) määrittelee case-tutkimuksen empiiriseksi tutkimukseksi, joka tutkii nykyaikaista ilmiötä sen tosielämän kontekstissa, kun ilmiön ja kontekstin rajat eivät ole ilmeisiä ja jossa käytetään monia todistusaineiston lähteitä. Eri case-tutkimuksen määritelmille on yhteistä painotus yksityiskohtaisen ja holistisen tiedon tuottamisessa, joka perustuu monien empiiristen lähteiden analyysille (Tellis 1997). Harre (1979) on jakanut käyttäytymistieteiden tutkimusmenetelmät kahteen joukkoon: intensiivinen ja laaja case-tutkimus. Intensiivisessä case-tutkimuksessa pyritään saamaan mahdollisimman paljon tietoa yhdestä tai muutamasta casesta. Keskeistä on pyrkimys ymmärtää ja tulkita ainutlaatuista casea sisältäpäin caseen liittyvien ihmisten näkökulmasta ja tuottaa syvällinen ja kontekstisidonnainen kuvaus. Intensiivisessä case-tutkimuksessa pyritään selvittämään miten ainutlaatuinen case toimii. Tämä tehdään kontekstisidonnaisen ja syvällisen kuvauksen avulla. Intensiivinen case-tutkimus liittyy kvalitatiiviseen ja etnografiseen tutkimustraditioon. Intensiivisessä case-tutkimuksessa havainnollistetaan kulttuurisia merkityksiä ja järjeistämisprosesseja tietyissä konteksteissa. Pääasiallinen mielenkiinto on itse casessa ennalta asetettujen teoreettisten oletusten sijaan. Intensiivisen case-tutkimuksen päätavoitteena on tulkita casea. Tulkitsijana toimii tutkija tai joskus caseen liittyvät toimijat. Intensiivisessä case-tutkimuksessa pyritään rakentamaan kertomus. Tällä viitataan siihen, että casea tutkitaan sen taloudellisessa, sosiaalisessa, kulttuurisessa, teknologisessa, historiallisessa ja fyysisessä ympäristössä. Humphreyn ja Scapensin (1996) mukaan itse casen ollessa tutkimuksen painopiste tietyn teorian sijaan tutkimusta ajavat eteenpäin käytännön ongelmat teoreetikkojen näkemysten sijaan (Eriksson ja Kovalainen 2008). (Eriksson ja Kovalainen 2008)

Sen sijaan laajassa case-tutkimuksessa verrataan toisiinsa useita caseja. Tutkimuksessa pyritään kartoittamaan yleisiä malleja, mekanismeja ja ominaisuuksia valitussa kontekstissa, minkä tarkoituksena on kehittää, havainnollistaa tai testata teoriaa. Caset itsessään eivät ole kiinnostuksen kohde, vaan caset toimivat instrumentteina, joiden avulla tutkitaan tiettyjä ilmiöitä. Casejen avulla voidaan kehittää teoreettisia oletuksia, joita voidaan testata ja yleistää muihin konteksteihin tai teoriaan. Laaja case-tutkimus perustuu kvantitatiiviseen ja positivistiseen tutkimustraditioon. Kuitenkaan Erikssonin ja Kovalaisen

mukaan kaikissa yhden casen tutkimuksissa kiinnostus ei välttämättä suuntaudu itse caseen, vaan painopiste voi olla tietystä ilmiössä. Myöskään kaikki usean casen tutkimukset eivät välttämättä pyri teorian testaamiseen. (Eriksson ja Kovalainen 2008) Nyt raportoitava tutkimus on intensiivinen case-tutkimus laajan case -tutkimuksen sijaan, koska tutkimuksessa tarkastellaan vain yhtä casea, joka tässä tapauksessa on case-yritys.

Tämä tutkimus on kvalitatiivinen tutkimus, jossa käytetään puolistrukturoitua haastattelua. Puolistrukturoidulla haastattelulla tarkoitetaan haastattelua, jossa on ennakolta valmisteltu haastatteluopas, joka sisältää haastattelukysymykset. Haastateltavalla on vapaus vastata kysymyksiin haluamallaan tavalla. Kysymysten järjestys voi vaihtua ja uusia kysymyksiä voidaan kysyä haastateltavan vastauksista esiin nousevien seikkojen perusteella. Kuitenkin suurimmaksi osaksi kaikki kysymykset kysytään ja samankaltaisia sanamuotoja käytetään kaikissa haastatteluissa. (Bryman ja Bell 2003) Mitä yksityiskohtaisempi haastatteluopas on, sitä joustamattomampi haastattelija on vastaamaan haastateltavan ajatuksiin. Näin ollen yksityiskohtaisempi opas parantaa vastausten toisiinsa vertailtavuutta mutta vähentää haastattelun tutkivaa luonnetta. (Blumberg 2005) Käyttämällä puolistrukturoitua haastattelua voidaan saavuttaa kumpiakin etuja: vastauksia voidaan vertailla toisiinsa, mutta ne tuovat myös syvällistä tietoa asioista. Tutkijalla on aikaisemman tutkimuksen perusteella tietoa siitä, mitkä tekijät vaikuttavat palkitsemisen pitkäjänteisyyteen. Tällöin puolistrukturoitua haastattelua, jossa kysymykset on valmisteltu ennalta, voidaan käyttää (Bryman ja Bell 2003). Tässä tutkimuksessa halutaan saavuttaa syvällistä tietoa siitä, mitä on pitkäjänteinen palkitseminen. Tällöin kyseeseen tulee strukturoimaton tai puolistrukturoitu haastattelu. Puolistrukturoitu haastattelu on sopiva tutkimuskeino, kun tutkimukseen halutaan tiettyä systemaattisuutta. Tämän tutkimuksen tutkimuskysymys liittyy monisyiseen ongelma-alueeseen (palkitsemisen pitkäjänteisyyteen) ja tutkijan täytyy saada selville, mitkä ovat olennaisia asioita tilanteen ymmärtämiseksi. Tällaiseen tutkimukseen sopii Blumbergin (2005) mukaan puolistrukturoitu haastattelu.

Nyt raportoitavan tutkimuksen yhteydessä suoritettiin yksi fokusryhmähaastattelu. Powell ja Single (1996, s. 499) määrittelevät fokusryhmän ”ryhmäksi tutkijoiden valitsemia henkilöitä, jonka tarkoituksena on keskustella ja kommentoida henkilökohtaiseen kokemukseen perustuen tutkimusaihetta”. Brymanin ja Bellin (2003) mukaan fokusryhmämenetelmä on ryhmähaastattelun muoto, jossa on useampia osallistujia (haastatte-

lijan lisäksi), painopiste on melko tiukasti rajatussa aiheessa ja ollaan kiinnostuneita ryhmän vuorovaikutuksesta ja yhteisestä merkityksen rakentamisesta.

Jotkut erottavat toisistaan fokusryhmämenetelmän ja ryhmähaastattelun. Näiden menetelmien toisistaan eroavuudelle on esitetty kolme syytä:

- 1) Fokusryhmät painottavat tiettyä teemaa tai aihetta, jota tutkitaan syvällisesti. Ryhmähaastatteluissa käsitellään erilaisia aiheita.
 - 2) Ryhmähaastattelu saatetaan järjestää, jotta tutkija säästäisi aikaa ja rahaa haastatteleamalla monia ihmisiä samanaikaisesti. Fokusryhmiä ei järjestetä tästä syystä.
 - 3) Fokusryhmän tutkija on kiinnostunut siitä, miten fokusryhmän jäsenet keskustelvat aiheesta ryhmän jäsenenä eikä pelkästään yksittäisten jäsenten näkemyksistä. Fokusryhmätutkija on kiinnostunut siitä, miten henkilöt reagoivat toistensa näkemyksiin ja rakentavat näkemyksen ryhmän vuorovaikutuksen perusteella.
- (Bryman ja Bell 2003)

Nyt raportoitavan tutkimuksen yhteydessä suoritettu haastattelu oli fokusryhmähaastattelu, koska sitä ei järjestetty ajan säästämiseksi. Tämän lisäksi ollaan kiinnostuneita siitä, miten haastateltavat rakentavat yhteisen näkemyksen tutkittavasta asiasta vuorovaikutuksen perusteella.

Fokusryhmätutkija ei ole kiinnostunut ainoastaan siitä, mitä ihmiset sanovat aiheesta, vaan myös siitä, miten he puhuvat aiheesta. Tämä tarkoittaa sitä, että tutkija analysoi haastattelun sisällön lisäksi emootioita, jännitteitä, keskeytyksiä, konflikteja ja ruumiinkieltä haastattelutilanteessa. Fokusryhmää voidaan käyttää omana menetelmänään tai rinnakkain muiden menetelmien kanssa. Esimerkiksi kvalitatiivisessa tutkimuksessa voidaan käyttää useita empiirisen tiedon lähteitä kuten henkilökohtaisia haastatteluja, dokumentteja ja fokus-ryhmiä. Fokusryhmässä vuorovaikutus voi olla joko toisiaan täydentävää tai argumentoivaa. Toisiaan täydentävällä vuorovaikutuksella tarkoitetaan, että jostain asiasta syntyy yhteisymmärrys. (Bryman ja Bell 2003) Fokus-ryhmä mahdollistaa sellaisten ideoiden ja kokemusten ilmaisun, jotka saattaisivat jäädä kehittymättä henkilökohtaisissa haastatteluissa. Fokusryhmissä haastateltavilla on aikaa sulatella toisten esittämiä näkökantoja. Tällöin sellaisia uusia näkökulmia voi nousta esiin, jotka eivät olisi tulleet ilmi henkilökohtaisissa haastatteluissa. (Eriksson ja Kovalainen 2008) Haastateltavat voivat jatkaa siitä, mihin toiset haastateltavat ovat jääneet. (Blumberg

2005) Fokusryhmässä haastateltavien mielipiteet tulevat haastetuiksi muiden haastateltavien osalta, jolloin haastateltavat ovat pakotettuja ajattelemaan uudelleen ja mahdollisesti korjaamaan näkemyksiään. Tällöin haastattelija voi saada realistisemman käsityksen asioista. (Bryman ja Bell 2003) Fokusryhmän haittana on kuitenkin se, että fokusryhmähaastattelut voivat olla vinoutuneita kohti enemmistön näkökulmaa, koska enemmistön mielipiteestä eri mieltä olevat henkilöt saattavat jättää mielipiteensä sanomatta haastattelussa. (Blumberg 2005) Lisäksi fokusryhmätilanteet voivat olla pelottavia ujoille henkilöille. (Eriksson ja Kovalainen 2008)

Tässä tutkimuksessa käytetään triangulaatiota tiedon keräämisessä ja analyysissä. Tällä tarkoitetaan sitä, että yhdestä lähteestä saatuja tietoja ristiintarkistetaan toisesta lähteestä saatujen tietojen kanssa (Eriksson ja Kovalainen 2008). Arkistodataa ja haastatteluja käytetään tutkimuksessa myös rinnakkain täydentämään toisiaan ja näin ollen rikastamaan case-kuvausta (Hammersley 1996).

Case-yrityksen vuosikertomuksia, lehdistötiedotteita ja muuta Case-yrityksen internet-sivuilta löytyviä tietoja käytetään sekundaarisena tietolähteenä tässä tutkimuksessa. Sekundaarisella tietolähteellä tarkoitetaan tietoa, joka on jo olemassa ennen tutkimusprojektia (Eriksson ja Kovalainen 2008) Arkistotietoa voidaan arvioida seuraavilla kriteereillä (Scott 1990):

- 1) Aitous: onko todistusaineisto aitoa ja ei-kyseenalaisesta lähteestä?
- 2) Uskottavuus: Onko todistusaineisto virheetön ja vinoutumaton?
- 3) Edustavuus: Onko todistusaineisto tyypillistä ja jos ei, tiedetäänkö kuinka epätyypillistä se on?
- 4) Merkitys: Onko todistusaineisto selkeää ja käsitettävissä olevaa?

Brymanin ja Bellin (2003) mukaan useimmat tutkijat olettavat yritysten internet-sivujen tarjoavan vinoutunutta tietoa yritykselle suotuisasta näkökulmasta. Näin ollen Case-yrityksen internet-sivuilta saadut tiedot saattavat olla hieman vinoutuneita. Tosin palkitsemisjärjestelmästä saadut faktatiedot pitävät varmasti paikkansa. Sekundaaristen tietolähteiden käyttämisen etu on se, että ne ovat epäreaktiivisia. Koska näitä lähteitä ei ole tehty varta vasten kyseistä tutkimusta varten, reaktiivisuusvaikutuksen todennäköisyys laskee. Reaktiivisuusvaikutuksella tarkoitetaan sitä, että tutkimuskohteen tieto siitä, että hän osallistuu tutkimukseen voi tuhota tutkijan todistusaineistoa, jos esimerkiksi haasta-

teltava haluaa miellyttää haastattelijaa vastauksillaan. (Bryman ja Bell 2003) Arkistotiedon käyttö säästää myös aikaa ja rahaa, ja arkistotieto on usein korkealaatuista kuten esimerkiksi viranomaisten tai tunnettujen tutkimustoimistojen tarjoamat tiedot. (Blumberg 2005)

Nyt raportoitava tutkimus edustaa kvalitatiivista tutkimusta positivistisen tutkimuksen sijaan eli tutkimuksessa ei oleteta, että olisi olemassa yksi objektiivinen todellisuus. (Ahrens ja Chapman 2006)

Kentän toimijoiden tietynlaiset ymmärrykset, mielikuvat tai näkemykset laskentatoimesta voivat vaikuttaa organisaation toimintaan. Se, että näkemykset laskentatoimesta voivat vaikuttaa toimintaan, on keskeinen asia johdon laskentatoimen kvalitatiivisessa kirjallisuudessa ja yksi pääasiallisista teoreettisista syistä siihen, että tutkijat pyrkivät kuvailemaan kentän käytäntöjä. (Ahrens ja Chapman 2006) Sovellettaessa tätä nyt raportoitavaan tutkimukseen voidaan päätellä, että sidosryhmien näkemykset pitkäjänteisestä toiminnasta ja palkitsemisesta voivat vaikuttaa ainakin heidän omaan toimintaansa. Subjektiiivisten käsitysten selvittämisellä on siis merkitystä, koska toiminta voi perustua henkilön käsityksiin. Tämä muodostaa yhden perustelun sille, miksi sidosryhmien näkemysten selvittämisellä on merkitystä. Omistajat voivat esimerkiksi painostaa yritystä omaksumaan toisenlaiset johdon palkitsemisjärjestelyt, jos johdon palkitsemisen eroaa siitä, mikä heidän käsityksensä mukaan on pitkäjänteistä palkitsemista.

Nyt raportoitavassa tutkimuksessa uutta tietoa tuotetaan pääasiassa induktion avulla. Induktiolla tarkoitetaan sitä, että havaituista tapauksista yleistetään havaintoja koskemaan useimpia samankaltaisia tapauksia. Kuitenkin yhteiskuntatieteen tutkimukset ovat harvoin puhtaasti induktiivisia tai deduktiivisia, sillä useimmissa yhteiskuntatieteen tutkimuksissa käytetään sekä induktiota että deduktiota jossain tutkimuksen vaiheessa. Deduktiossa teoria on ensimmäinen tietolähde. Tutkija luo hypoteeseja sen perusteella, mitä ilmiöstä tiedetään teoreettisen tutkimuksen perusteella. Tämän jälkeen hypoteeseja testataan empiirisesti. (Eriksson ja Kovalainen 2008)

Nyt raportoitavassa tutkimuksessa pyritään käsitevaliditeetin saavuttamiseen käsitteiden huolellisen määrittelyn avulla. Käsitevaliditeetilla tarkoitetaan sitä, onko tietty operationaalinen käsitteen määritelmä pätevä mittaamaan käsitettä. Käsitevaliditeetin saavuttaminen mahdollistaa ulkoisen validiteetin saavuttamisen. Ulkoisella validiteetilla tarkoi-

tetaan sitä, voidaanko tietyssä tutkimuksessa havaitut syy-seuraussuhteet yleistää koskemaan tiettyjä ryhmiä, olosuhteita ja aikoja (Campbell ja Stanley 1963). Yinin (1989) mukaan Case-tutkimuksen todistusaineiston ulkoinen validiteetti voi olla riittävää (sen sijaan, että saavutettaisiin myös sisäinen validiteetti⁵), jos todistusaineiston katsotaan olevan yhdenmukainen teoriasta johdettujen ennustusten kanssa. Nyt raportoitavassa case-tutkimuksessa todistusaineisto on yhdenmukainen teoriasta johdettujen ennustusten kanssa. Tämä johtuu siitä, että teorian perusteella voidaan ennustaa, että osakepalkitsemisjärjestelmä, jossa on vuoden ansaintajakso, on lyhyen aikavälin järjestelmä. Myös haastateltujen mukaan tällainen järjestelmä on lyhyen aikavälin järjestelmä.

Kysyntävaikutuksesta on kysymys, kun henkilöt käyttäytyvät siten kuin he olettavat tutkijan haluavan heidän käyttäytyvän (Orne 1962). Tämä käytös voi johtua siitä, että henkilöt haluavat miellyttää tutkijaa tai siitä, että henkilöt ajattelevat kyseisen käyttäytymisen olevan sosiaalisesti parempana pidetty vaihtoehto. Monet nyt raportoidussa tutkimuksessa haastatellut henkilöt olivat korkeassa asemassa olevia henkilöitä, joten ei ole syytä olettaa, että heillä olisi taipumusta yrittää miellyttää haastattelijaa. Odotusvaikutuksia aiheutuu, kun tutkijan tutkimukseen liittyvät odotukset vaikuttavat tutkimusprosessiin ja tutkimustuloksiin (Rosenthal 1969). Odotusvaikutusten minimointiin pyrittiin lähestymällä tutkimusaihetta ennakkoluulottomasti.

Erikssonin ja Kovalaisen (2008) mukaan vain tietämällä, mitä muita tutkimustuloksia tutkimusaiheesta on saatu, voidaan tietää, mikä on kiinnostavaa ja uutta. Tässä tutkimuksessa tutkitaan mikä on pitkäjänteistä palkitsemista valittujen sidosryhmien näkökulmasta. Edellä mainitun mukaisesti näiden tulokseksi saatujen näkemysten kiinnostavuutta ja uutuusarvoa voidaan arvioida vain tietämällä mikä on jo olemassa olevan tutkimuksen perusteella pitkäjänteistä palkitsemista. Tämän vuoksi tämän tutkimuksen teoriaosuudessa pyrittiin selvittämään, mikä on olemassa olevan tutkimuksen perusteella pitkäjänteistä palkitsemista.

Case-yrityksen valintaa voidaan perustella sillä, että Case-yrityksen omistus on hajautunutta. Brunzell et al. (2009) tutkimuksen mukaan hajautuneen omistuksen yrityksissä

⁵ Sisäisellä validiteetilla tarkoitetaan sitä, että arvioidaan aiheuttivatko riippumattomien muuttujien muutokset muutoksen riippuvassa muuttujassa. (Birnberg et al. 1990)

tarve johdon lyhytnäköisyyttä vähentäville hallintomekanismeille kuten pidemmän aikavälin palkitsemisjärjestelmille on erityisen suuri verrattuna yrityksiin, joissa on suuri pidemmän aikavälin osakkeenomistaja. Toiseksi Case-yrityksen valintaa tutkimuskohteeksi voidaan perustella myös sillä, että Case-yrityksen ylimmän johdon osakepalkitsemisjärjestelmän ehtojen perusteella voisi epäillä järjestelmän pitkäjänteisyyttä erityisesti ansainta- ja sitouttamisperiodien lyhyiden takia. Tämän takia on kiinnostavaa tutkia, näkevätkö valitut sidosryhmät tämän palkitsemisen pitkäjänteisenä. Casen ainutlaatuisuus toimii perusteluna case-menetelmän valinnalle (Eriksson ja Kovalainen 2008).

4.2 Case-tutkimus

Tutkimus toteutettiin haastattelemalla neljää Case-yritystä seuraavaa analyytikkoa, Case-yrityksen hallituksen puheenjohtajaa ja varapuheenjohtajaa sekä kolmea Case-yrityksen omistajaa. Haastattelurunko on esitetty Liitteessä 1. Lista haastatelluista henkilöistä on esitetty Liitteessä 2. Tutkimus toteutettiin toisen tutkimusprojektin yhteydessä, vaikka tällä tutkimuksella ei ole toimeksiantajaa. Tutkimuksessa käytettiin samoja haastatteluja kuin mainituissa toisessa tutkimusprojektissa. Haastatteluja analysoidaan tässä tutkimuksessa toisesta näkökulmasta kuin toisessa tutkimusprojektissa. Terhi Chakhovich on tehnyt kaikki tähän tutkimukseen liittyvät haastattelut, mutta tämän raportin kirjoittaja on osallistunut omistajien haastatteluihin. Omistajien haastattelut edistivät kumpaakin tehtävää tutkimusta. Omistajia päätettiin haastatella, koska johdon palkitsemisen tavoitteena on linjata johdon edut omistajien etujen mukaisiksi, jolloin omistajien näkökulma on olennainen tämän tutkimuksen kannalta. Johdon palkitsemisen asianmukaisuutta voidaan paremmin arvioida, kun omistajia on haastateltu. Yritystä seuraavat analyytikot ovat myös perehtyneitä Case-yritykseen, jolloin he pystyvät arvioimaan yrityksen johdon palkitsemista. Case-yrityksen sidosryhmiä eli analyytikkoja ja omistajia haastattelemalla voidaan saada objektiivisempaa käsitystä palkitsemisjärjestelmistä kuin jos haastateltaisiin yrityksen johtoa heidän omasta palkitsemisestaan. Hallituksen puheenjohtajaa ja varapuheenjohtajaa on tarkoituksenmukaista haastatella, koska johdon palkitsemisen määrittäminen on hallituksen tehtävä. Analyytikkojen haastattelut tehtiin marras-joulukuussa 2010, hallituksen puheenjohtajan ja varapuheenjohtajan marraskuussa 2010 ja omistajien haastattelut maaliskuussa 2011. Omistajan 2 tapauksessa haastatteluun osallistui neljä omistajan edustajaa. Heihin viitataan seuraavasti:

Haastateltava 1 (Omistaja 2), Haastateltava 2 (Omistaja 2), Haastateltava 3 (Omistaja 2) ja Haastateltava 4 (Omistaja 2). Muissa haastatteluissa haastateltavia oli vain yksi. Haastattelut olivat noin tunnin mittaisia. Kuitenkin yksi haastattelu kesti vain 26 minuuttia ja yksi haastattelu kesti noin kaksi tuntia sekä yksi haastattelu noin 1,3 tuntia. Haastateltujen omistajien omistusosuudet Case-yrityksestä ovat 1-2 prosentin luokkaa tai tätä alhaisemmat (osuudet äänistä ovat nolasta alle viiteen prosenttia) (30.4.2011). Yhtiöllä on kaksi osakelajia. Yhtiökokouksessa A-osake tuottaa 20 ääntä ja B-osake yhden äänen. Haastatellut omistajat kuuluvat 20 suurimman omistajan joukkoon. Omistuksen hajautumisesta Case-yrityksessä kertoo se, että suurin omistaja omistaa alle viisi prosenttia Case-yrityksen osakkeista (30.4.2011) ja 20 suurinta omistajaa omistavat yhteensä alle 25 prosenttia yrityksen osakkeista (30.4.2011). Äänimäärän mukaan suurimman omistajan osuus äänistä on alle 7%:a (30.4.2011).

4.3 Case-yrityksen taustaa

Case-yritys on kuluttajatuotteiden vähittäis- ja tukkukauppaan keskittynyt kansainvälinen pörssiyhtiö. Yhtiö on 2000-luvulla irtautunut toisesta yhtiöstä omaksi yritykseksi ja listautunut Helsingin pörssiin. Yhtiö harjoittaa jakeluliiketoimintaa. Toimintasegmentit ovat alueiden A, B, C ja D kuluttajatuotteiden vähittäis- ja tukkukauppa. (Case-yrityksen internet-sivut, luettu 17.1.2012)

Case-yrityksen strategiana on keskittyä kuluttajatuotteiden vähittäis- ja tukkukauppaan. Tämän mukaisesti Case-yritys on viime vuosina myynyt ydinliiketoimintaan kuulumatomia toimintojaan ja laajentunut uusille markkinoille. Case-yritys laajentui alueen C tukku- ja vähittäiskauppaan vuonna 2008 ja aloitti vähittäiskauppaliiketoiminnan alueella B vuonna 2010 kyseisen alueen vähittäiskauppaamonopolin purkamisen yhteydessä. Nämä laajentumiset uusille markkinoille tapahtuivat yritysostojen kautta. Vuonna 2010 Case-yritys myi kaksi ydinliiketoimintaansa liittymätöntä toimintaansa. (Case-yrityksen internet-sivut, luettu 17.1.2012)

Yhtiöllä on merkittävä asema alueella A tukkukaupassa ja alueilla B ja C vähittäis- sekä tukkukaupassa. Alueella D toiminta on vähäisempää. Case-yrityksellä on 5 400 työntee-

kijää, joista yli 80 prosenttia on tullut yhtiön palvelukseen yhtiön syntymän 2000-luvulla jälkeen. Henkilöstöstä noin 60 prosenttia työskentelee vähittäiskaupan liiketoiminnassa. (Case-yrityksen internet-sivut, luettu 17.1.2012)

Case-yrityksen tytäryhtiö on alueen A toiseksi suurin alansa kuluttajatuotteiden tukkukauppa lähes 50 prosentin markkinaosuudellaan (vuonna 2011). Nykyisen lainsäädännön takia Case-yritys ei voi toimia alueella A kuluttajatuotteiden vähittäiskaupassa. Markkina kasvoi alueella A 1 prosenttia tammisyysskuussa 2011. Sen arvioidaan kasvavan 1-3 prosenttia vuodessa lähivuosien aikana. Henkilöstön määrä alueilla A ja D syyskuun 2011 lopussa oli noin 500. (Case-yrityksen internet-sivut, luettu 17.1.2012)

Alueella B Case-yritys laajensi toimintaansa tukkukaupasta vähittäiskauppaan vuonna 2010. Vuoden 2010 lopussa Case-yrityksen vähittäiskauppaketju oli maan kolmanneksi suurin alansa ketju 14 prosentin markkinaosuudella. Markkinaosuus on pysynyt suunnilleen samana vuonna 2011. Ketjuun kuuluu yli 190 myymälää. Alueen B vähittäiskauppatoiminnan tavoitteena on kannattava kasvu (Taulukko 1). Case-yrityksen tukkukauppayhtiö on alueen B toiseksi suurin tukkuyhtiö noin 40 prosentin markkinaosuudella (vuonna 2011). Case-yrityksen alueen B tukkutoiminnan tavoitteena on vahvan markkina-aseman ylläpitäminen (Taulukko 1). Alueen B kuluttajatuotteiden vähittäiskaupan monopoli purettiin vuonna 2009 ja vuonna 2010 alueella B avattiin yli 200 uutta vähittäiskauppamyymälää. Vähittäiskauppayksikköjen määrän arvioidaan kasvavan lisää seuraavina vuosina. Monopolin purkamisen jälkeen myös tukkukauppaan on tullut uusia toimijoita. Markkina kasvoi alueella B noin 3 prosenttia tammisyysskuussa 2011. Markkinoiden kasvun arvioidaan seuraavien vuosien aikana olevan noin 2–3 prosenttia vuosittain. (Case-yrityksen internet-sivut, luettu 17.1.2012)

Alueella C Case-yritys toimii kuluttajatuotteiden vähittäis- ja tukkukaupassa. Vähittäiskaupassa Case-yritys on alueen X toiseksi suurin toimija ja alueella C kuudenneksi suurin toimija. Case-yritys omistaa alueella X yli 250 vähittäiskauppamyymälää (syyskuun 2011 lopussa). Case-yrityksen alueen C tukkukauppayhtiö on markkinan kuudenneksi suurin tukkukauppa seitsemän prosentin markkinaosuudella. Case-yrityksellä on vahva markkina-asema erityisesti alueella X sekä alueen C länsipuolella. Alueen C markkina kasvoi noin 10 prosenttia alueen C rahayksiköissä tammisyysskuussa 2011. Alueella C

markkinoiden arvioidaan kasvavan 11-13 prosenttia vuodessa seuraavien vuosien aikana. Kasvua kuitenkin hidastavat kova hintakilpailu, hintojen sääntely sekä kuluttajien hyvä hintatietoisuus. Case-yrityksen tavoitteena vähittäiskauppatoiminnassa on kannattava kasvu (Taulukko 1). Kasvuun pyritään vahvistamalla markkina-asemaa alueella X ja laajentamalla mahdollisuuksien mukaan toimintaa myös tämän alueen ulkopuolisille väestörikkailla alueilla (Taulukko 1). (Case-yrityksen internet-sivut, luettu 17.1.2012) Alueilla B ja C vähittäiskaupassa on ollut kova kilpailu ja sen ennakoidaan jatkuvan kovana kummallakin näistä markkinoista (osavuositarkastus 3/4 2011). Kolmannen kvartaalin 2011 osavuositarkastuksen mukaan sekä alueen B vähittäiskaupan että alueen C vähittäis- ja tukkukaupan kannattavuus on heikentynyt. Tämän johdosta alueella B ollaan aloittamassa neuvotteluja noin 50 työntekijän vähentämiseksi. Alueella C on suljettu kannattamattomia vähittäiskauppamyymälöitä. Yhtiö aikoo jatkaa tehostamistoimia myös näiden toimenpiteiden jälkeen.

	Alue A	Alue B	Alue C	Alue D
vähittäiskauppa	ei toimintaa	kannattava kasvu, brändin ja markkina-aseman vahvistaminen, toiminnan tehostaminen	kannattava kasvu	ei toimintaa
tukkukauppa	ei kerrottu	toiminnan tehostaminen, vahvan markkina-aseman ylläpitäminen	tukkutoiminnan tehostaminen	kuluttajatuotteiden varastointitoiminnan ja uusien jakelumallien kehittäminen

Taulukko 1 Case-yrityksen tavoitteet eri markkina-alueilla vuonna 2010 (vuoden 2010 vuosikertomuksesta)

4.4 Ylimmän johdon palkitseminen Case-yrityksessä

Seuraavassa selostetaan Case-yrityksen ylimmän johdon eli johtoryhmän palkitsemista yrityksen ulkoisille osapuolille saatavilla olevan tiedon perusteella. Ulkoiset osapuolet voivat saada tietoa johdon palkitsemisesta ainakin yrityksen internet-sivuilla, vuosikertomuksista, pörssitiedotteista ja niiden liitteistä. Näitä tietolähteitä on käytetty hyväksi seuraavassa selostuksessa. On huomionarvoista, että Case-yritys ei ole julkistanut kaik-

kia tietoja johdon palkitsemisjärjestelmistä, jolloin sidosryhmien on vaikeampi arvioida johdon palkitsemista.

Case-yrityksen johtoryhmään kuuluu toimitusjohtajan lisäksi viisi jäsentä. Johtoryhmän palkitseminen koostuu kiinteästä ja muuttuvasta palkitsemisen osasta. Palkitseminen kattaa peruspalkan, luontoisedut, vuosibonuksen sekä osakeperusteisen palkitsemisohjelman. Vuosibonuksesta on julkaistu vain vähän tietoa. Yhtiön vuosikertomusten 2007-2010 mukaan bonus perustuu yhtiön ”taloudellisten ja henkilökohtaisten tavoitteiden saavuttamiseen”. Lisäksi vuosikertomuksissa 2007-2010 on ilmoitettu tulospalkkion enimmäismäärä prosentteina vuosipalkasta toimitusjohtajalle ja muille johtoryhmän jäsenille. Prosenttiosuudet ovat samat vuosina 2007-2009. Toimitusjohtajalla prosenttiosuus on 50 ja muilla johtoryhmän jäsenillä se on pienempi. Vuonna 2010 prosenttiosuudet ovat samaa luokkaa. Vuosikertomusten mukaan tulospalkkion ansaintakriteereistä ja määräytymisestä päättää hallitus vuosittain palkitsemisvaliokunnan esitykseen perustuen. Vuosittain on julkistettu toisaalta toimitusjohtajalle ja toisaalta muille johtoryhmän jäsenille yhteensä maksetut tulospalkkioiden määrät.

Case-yrityksen johdolla on osakeperusteinen palkitsemisjärjestelmä, jota selostetaan alla. Ensimmäinen osakeperusteinen palkitsemisohjelma koski vuosia 2007-2009 ja toinen vuosia 2010-2012. Ensimmäisen osakeperusteisen palkitsemisjärjestelmän loppupuolella hallitus on myös valmistellut optio-ohjelmaa johdolle, mutta esitys on vedetty pois ennen yhtiökokousta, koska hallituksen tietoon on tullut, että esitys ei tule saamaan hyväksymiselle vaadittua määräenemmistöä yhtiökokouksessa.

Case-yritys on muutamia vuosia sitten irtautunut toisesta yhtiöstä omaksi yhtiökseen ja listautunut Helsingin pörssiin. Irtautumista seuraavana vuonna Case-yrityksessä otettiin käyttöön osakeperusteinen palkitsemisjärjestelmä, joka asetettiin kolmelle vuodelle. Tämän ohjelman päätyttyä otettiin käyttöön toinen kolmen vuoden osakeperusteinen palkitsemisjärjestelmä. Kummassakin järjestelmässä ansaintajakso on vuosi. Ensimmäisessä järjestelmässä palkkion kerrottiin perustuvan jokaisena kolmena vuotena liikevoittoon ja sijoitetun pääoman tuottoprosenttiin (ROCE) eikä tilinpäätösten palkkioselostuksissa mainittu mitään siitä, että hallituksella olisi mahdollisuus muuttaa kriteereitä järjestelmän voimassaoloaikana. Sen sijaan toisessa järjestelmässä hallituksella

on mahdollisuus aina seuraavan ansaintajakson alussa muuttaa kriteerejä eli asettaa ansaintajakson eri kriteerit kuin mitkä olivat edellisen ansaintajakson kriteerit. Yhtiön hallitus päättää ansaintajakson ansaintakriteerit ja niille asetettavat tavoitteet kunkin ansaintajakson alussa. Toisessa järjestelmässä ensimmäisen ansaintajakson kriteerit ovat tulos per osake (EPS) ja sijoitetun pääoman tuotto prosentti (ROCE). Näille asetettuja tavoitteita ei ole julkistettu. Myöskään ensimmäisessä järjestelmässä mittareille asetettuja tavoitteita ei ollut julkistettu.

Toinen järjestelmä eroaa ensimmäisestä myös siten, että se on ensimmäistä järjestelmää sitouttavampi. Tämä johtuu kahdesta piirteestä. Ensinnäkin ensimmäisessä järjestelmässä johdon täytyi omistaa järjestelmästä saatuja osakkeita vuoden ennen kuin ne sai myydä, kun taas toisessa järjestelmässä osakkeita täytyy omistaa kaksi vuotta. Toiseksi toiseen ohjelmaan on lisätty määräys, jota ei ole ensimmäisessä ohjelmassa. Tämän määräyksen mukaan toimitusjohtajan ja johtoryhmän jäsenen on omistettava puolet järjestelmän perusteella saamistaan osakkeista niin kauan kuin hänen työ- tai toimeksiantonsa konserniyhtiöön jatkuu.

Toiseen osakeperusteiseen palkitsemisjärjestelmään on liitetty määräys, jota ei ole ensimmäisessä osakeperusteisessa palkitsemisjärjestelmässä. Tämän määräyksen mukaan jos kokonaisansio ylittää järjestelmästä maksettavan palkkion maksuhetkellä 3,5-kertaisesti henkilön edellisen vuoden kokonaispalkan, järjestelmästä tulevaa palkkiota leikataan ylimenevältä osalta. Kokonaisansiolla tarkoitetaan kokonaispalkkaa, vuosibonusta ja pitkäjänteistä palkitsemisjärjestelmää yhdessä ja kokonaispalkalla tarkoitetaan peruspalkkaa luontoisetuineen. Ensimmäisessä ja toisessa ohjelmassa on asetettu ohjelman kohteena oleville osakkeille enimmäismäärä. Osakeperusteiseen palkitsemisjärjestelmään kuuluvien henkilöiden määrää on nostettu siten, että toisessa ohjelmassa ohjelman piiriin kuuluvien henkilöiden määrä on yli kaksinkertainen ensimmäiseen ohjelmaan kuuluvien määrään verrattuna. Toisen ja ensimmäisen järjestelmän määräysten mukaan jos henkilön työ- tai toimeksiantosuhde päättyy henkilöstä johtuvista syistä, hänen tulee palauttaa luovutusrajoituksen alaiset osakkeet yhtiölle vastikkeetta. Palkkiota ei makseta, jos henkilön työ- tai toimeksiantosuhde konserniyhtiöön päättyy ennen palkkion maksamista.

Yhtiö ei ole antanut hallituksen tai johtoryhmän jäsenille lainoja tai takauksia näiden puolesta ensimmäisen eikä toisen ohjelman voimassaoloaikana. Yhtiöllä ei ole ollut voimassa olevaa optio-ohjelmaa kummankaan osakepalkitsemisjärjestelmän aikana. Johtoryhmän jäsenille ei makseta lisäeläkkeitä.

Yhtiön hallitus ei kuulu osakeperusteisen palkitsemisjärjestelmän piiriin. Hallituksen jäsenten palkitsemisessa huomionarvoista on se, että heidän palkitsemisessaan on tapahtunut muutoksia vuoden 2007 jälkeen. Vuonna 2007 hallituksen jäsenten toimikausipalkkiosta 40% käytettiin yhtiön osakkeiden ostamiseen pörssistä ja 60% maksettiin rahana. Sen sijaan vuosina 2008 ja 2009 hallituksen toimikausipalkkiot suoritettiin rahana. Vuonna 2010 60% palkkiosta maksettiin rahana ja 40% yhtiön osakkeina. Vuodelta 2010 saatuihin osakkeisiin ei liity sitouttamisjaksoa.

Vuonna 2006 johtoryhmään kuului kaksitoista henkilöä, joista viisi henkilöä omisti yhtiön osakkeita. Yhtiöllä on kaksi osakelajia. Yhtiökokouksessa A-osake tuottaa 20 ääntä ja B-osake yhden äänen. Viidestä henkilöstä, jotka omistivat yhtiön osakkeita, toimitusjohtaja omisti B-osakkeita 15 000 kappaletta, johtoryhmän toinen jäsen omisti noin 7300 A-osaketta ja 130 B-osaketta. Johtoryhmän kolmas jäsen omisti vajaa tuhat A-osaketta ja noin 11 600 B-osaketta. Neljäs jäsen omisti 1000 A-osaketta. Viides jäsen omisti noin 1100 B-osaketta. (Euroclear)

Johtoryhmän muiden jäsenten kuin toimitusjohtajan osalta ei voi tilinpäätösinformaation Palkitseminen-osion perusteella arvioida sitä, ovatko he myyneet osakkeita vai eivät. Tämä johtuu siitä, että Palkitseminen-osiossa ei ole ilmoitettu osakepalkitsemista per johtoryhmän jäsen vaan pelkästään kaikille johtoryhmän jäsenille yhteensä maksettava osakepalkkio.

Johtoryhmän omistus on kehittynyt vuosien varrella, koska 31.12.2006 seitsemän kahdestatoista johtoryhmän jäsenestä ei omistanut yhtään Case-yrityksen osaketta. 31.12.2007 seitsemän yhdestätoista johtoryhmän jäsenestä ei omistanut yhtään Case-yrityksen osaketta. Sen sijaan 31.12.2008 vain yksi yhdestätoista johtoryhmän jäsenestä ei omistanut yhtään Case-yrityksen osaketta ja tämäkin henkilö oli ilmeisesti tullut johtoryhmään vuoden 2008 aikana, koska hänen omistuksiaan ei ollut ilmoitettu vuosina

2006 ja 2007. 31.12.2009 kaikki kuusi johtoryhmän jäsentä omistivat Case-yrityksen osakkeita. 31.12.2010 kaksi seitsemästä johtoryhmän jäsenestä ei omistanut yhtään yrityksen osaketta, mutta he olivat ilmeisesti tulleet uusina johtoryhmään vuoden 2010 aikana, koska heidän omistuksiaan ei ollut ilmoitettu aikaisempina vuosina. 31.12.2006 ja 31.12.2007 toimitusjohtajan osakeomistus oli sama, mutta tämän jälkeen se on kasvanut joka vuosi ja 31.12.2010 toimitusjohtaja omisti lähes 156000 osaketta. (Euroclear)

Vuosikertomuksessa kerrottujen omistustietojen mukaan johtoryhmässä on tapahtunut paljon muutoksia vuosien varrella. Johtoryhmästä on jäänyt pois henkilöitä ja sinne on tullut uusia henkilöitä. Omistustietojen perusteella johtoryhmästä on jäänyt pois vuosien 2006-2010 välillä jopa yhdeksän henkilöä. Johtoryhmään on tullut vuosien 2006-2010 aikana neljä uutta jäsentä. Poisjääminen pienestä johtoryhmästä ei kuitenkaan tarkoita, etteivätkö poisjääneet henkilöt voisi edelleen olla laajennetussa johtoryhmässä. Poisjääneet henkilöt eivät siis välttämättä ole lähteneet pois konsernista. Omistustietojen perusteella lähes kaikkien johtoryhmässä olleiden omistus on vuosien varrella kasvanut. Monien henkilöiden omistus on kasvanut merkittävästikin. Esimerkiksi yhden jäsenen omistus oli vuosina 2006 ja 2007 0 osaketta, mutta se kasvoi vuonna 2008 17460 osakkeeseen. Vuoden 2009 lopussa kyseisellä jäsenellä oli 34560 osaketta ja vuoden 2010 lopussa 66560 osaketta. Toimitusjohtaja sai vuonna 2010 osakepalkkiojärjestelmästä 54000 osaketta. Tämän osakepalkkion voidaan katsoa olevan suuruudeltaan merkittävä suhteessa toimitusjohtajan osakeomistukseen 31.12.2009, joka oli 101850 osaketta. Tällöin osakepalkkion voidaan katsoa olevan merkittävä kannustin suhteessa toimitusjohtajan osakeomistukseen. Muun johtoryhmän osakepalkkiot yhteensä vuonna 2010 olivat 117500 osaketta. Sen sijaan muun johtoryhmän osakeomistus 31.12.2009 oli 133320 osaketta. Tällöin myös muun johtoryhmän tapauksessa vuoden 2010 osakepalkkioiden voidaan katsoa olevan suuruudeltaan merkittäviä suhteessa muun johtoryhmän osakeomistukseen. (Euroclear)

Case-yrityksen perustamisen ja vuoden 2012 alun välisenä aikana vain yksi johtoryhmän jäsen on myynyt omistamiaan osakkeita. Tämä johtoryhmän jäsen myi vuoden 2010 alussa 5000 osaketta. Ennen myyntiä hän omisti noin 17400 osaketta, ja vuoden 2012 alussa hän omisti noin 33700 osaketta. (Euroclear)

5 TULOKSET KOSKIEN OSAKEPALKITSEMISEN PITKÄJÄNTEISYYTTÄ

5.1 Suorituksenarviointijärjestelmät

Haastatteluissa havaittiin, että haastatellut Case-yrityksen sidosryhmät eivät tiedäneet paljon siitä, miten Case-yrityksen johdon suoriutumista arvioidaan.

Ei mulla ole mitään tietoa siitä. Eihän yhtiö ole viestinyt mitään tällaista. Tämähän on itse asiassa kuinka johdon suoritusta arvioidaan ja kuinka johdon palkkiot, mihin ne perustuvat, on mun mielestä olennainen asia, joka kannattaa viestiä ulos. Hyvin harva yritys on kertonut mitään siitä, että kuinka esimerkiksi hallitus arvioi johdon suoritusta. (Analyytikko 1)

No aika vähän se sinänsä näkyy muuten ulospäin, mutta tietenkin kyllä ne varmasti haluavat tehdä sellaisia asioita, jotka heijastuvat positiivisesti osakekurssiin yleisesti. Mutta he eivät mitenkään tuo sitä tietenkään ilmi. He eivät kerro ikinä missään tilaisuudessa, millainen kannustinjärjestelmä heillä on. (Analyytikko 3)

No mun täytyy sanoa, että en mä kyllä yleisesti sanottuna tiedä tuosta mitään. Se ei mun mielestä näy ulospäin, että en mä tiedä, miten ne mittaavat suoritusta firman sisällä. (Analyytikko 2)

Hallituksen puheenjohtaja kuvailee sitä, miten suorituksenarviointi pitäisi hänen mielestään tehdä.

...jos se tehdään oikein, ja siinä on just tämä, että ollaan itse esimies ja alainen on yhtä aikaa henkisesti paikalla ja voivat olla eri mieltäkin asioista ja muuta, se kannustaa kyllä... ollaan aidosti kiinnostuneita auttamaan ihmisiä eikä bossailemaan ihmisiä. Kyllä mä ainakin mieluummin menen semmoiseen työpaikkaan, että joku on kiinnostunut mun elämästä. (Hallituksen puheenjohtaja)

Hallituksen varapuheenjohtaja näkee parantamisen varaa Case-yrityksen johdon suorituksenarvioinnissa.

Ja sitten se, että se toimitusjohtajan ja toimivan johdon arviointi tulisi selvemmin esille, että nyt arvioidaan toimivaa johtoa eikä sillä tavalla, että se tulee niin kuin se tällä hetkellä tulee ehdotuksena palkkiokomitealta. (Hallituksen varapuheenjohtaja)

...se liikkeenjohdon arviointi pitäisi tehdä huolellisemmin ja selvemmin sillä tavalla, että se tulee ihan sillä tavalla, että nyt arvioidaan eikä sillä tavalla, että se menee siinä normaalin työn yhteydessä... (Hallituksen varapuheenjohtaja)

5.2 Palkitsemisjärjestelmän yhdenmukaisuus yrityksen strategisten tavoitteiden kanssa

Haastateltujen näkemykset ROCE ja EPS -mittarien tarkoituksenmukaisuudesta Case-yrityksen johdon osakepalkitsemisjärjestelmässä poikkesivat toisistaan. Toiset näkivät ne hyvinä mittareina Case-yrityksen johdolle, kun taas toisten mukaan ne ovat ristiriidassa yrityksen kasvutavoitteen kanssa ja eivät sovi yritykselle, joka tekee yrityskauppoja.

Todennäköisesti ROCE on hyvin lähellä hyvää, ja todennäköisesti EPS tai EBIT on lähellä hyvää. Ne ovat molemmat lähellä hyvää mittarina, jos katsotaan. (Omistaja 3)

...jos EPSin kasvuun tai absoluuttiseen EPSiin sidottuja tavoitteita on, automaattisesti voisi pitkällä aikavälillä ajatella, että osakkeenomistajan omistuksen arvo on kasvanut, jos tämä tällainen tavoite toteutuu. Ja tämä sijoitetun pääoman tuotto tukee sitä samaa asiaa. Kyllä nämä ovat hyviä. Kyllä nämä ovat hyviä tavoitteita. (Omistaja 1)

Case-yrityksen (strategisena) tavoitteena on muistaakseni markkinaa nopeampi kasvu ja sitten niillä on pääoman tuottotavoite. Kun katsoo heidän palkkiojärjestelmiä, siellä on aina kyseessä olevan vuoden osakekohtainen tulos se, mistä maksetaan. Jolloin tässä on se, että onko pitkällä aikavälillä markkinaa nopeampi kasvu, se on täysin eri optimoitava tekijä kuin se yhden vuoden EPS. Jolloin se, että onko firman tavoitteet ja johdon palkitsemisjärjestelmien tavoitteet linjassa, se tässä tapauksessa ehkä ei ainakaan täysin ole. (Haastateltava 1, Omistaja 2)

...sulla on joku ROCE-tavoite. No sitten jos mennään, että no lähdetäänkö Puolan markkinoille, no miten se vaikuttaa tähän meidän ROCEen. Se voi mennä vähän vikaan sitten, että onko ROCE sitten kuitenkaan se, mitä se osakkeenomistaja haluaisi maksimoida. (Analyytikko 2)

...ROCE tai joku EPS, kannustaako se nyt sitten myymään jonkun liiketoiminnan tai joka sitten kuitenkin vaikuttaa negatiivisesti sun EPSiin. Mun mielestä tuommoiset ta-

voitteet... ne sopivat semmoiseen hyvin stabiiliin toimialaan tai ehkä vielä enemmän yhtiörakenteeseen. Mutta että jos sulla on semmoinen tilanne, että ostetaan ja myydään liiketoimintoja, eivät ne kyllä toimi. (Analyytikko 2)

Voidaan siis päätellä, että toiset haastatellut näkivät EPS ja ROCE tavoitteet yleisesti hyvinä mittareina, jotka ovat yhdensuuntaisia osakkeenomistajien arvon maksimointi -tavoitteen kanssa. Toiset haastateltavat taas pohtivat EPS ja ROCE tavoitteita suhteessa Case-yrityksen tilanteeseen, jolloin nämä mittarit eivät enää näyttäytyneetkään hyvinä mittareina. Tässä yhteydessä voidaan pohtia Murphyn ja Jensenin (2011) esittämää argumenttia. Tämän argumentin mukaan on ongelmallista palkita ylintä johtoa yrityksen strategian kanssa yhdensuuntaisiin mittareihin perustuen, koska ylintä johtoa pitää palkita oikean strategian valinnasta, ei strategian toteuttamisesta. Jos johtajia palkitaan strategian toteuttamisesta, johdolla on houkutus valita helposti toteutettavia strategioita. Murphyn ja Jensenin (2011) mukaan ylimpiä johtajia ei saa siis palkita strategian toteuttamisesta. Nyt raportoitavasta tutkimuksesta saadaan viitteitä siitä, että ei ole hyvä palkita johtajia sellaisiin suoritusmittareihin perustuen, jotka ovat ristiriidassa strategian kanssa.

Analyytikko 2:n mukaan ROCE ja EPS sopisivat mittareiksi vakaammalle toimialalle eikä yritykseen joka kasvaa. De Angeliksen ja Grinsteinin (2011) tutkimustulos on yhdenmukainen tämän argumentin kanssa. He havaitsivat tutkimuksessaan, että suuremmat yritykset ja yritykset, joilla on suuremmat kasvumahdollisuudet luottavat enemmän markkinaperusteisiin mittareihin ja kypsemmät yritykset luottavat enemmän laskenta-toimeen perustuviin mittareihin.

De Angeliksen ja Grinsteinin (2011) argumentointi tukee haastateltujen argumenttia, jonka mukaan ROCE ja EPS eivät sovi Case-yrityksen mittareiksi. De Angeliksen ja Grinsteinin (2011) mukaan yrityksissä, joissa johdolla on vaikutusta toiminnan riskipitoisuuteen kuten yritysostojen tekemisessä yrityksissä, mittareina käytettäisiin enemmän riskin huomioivia mittareita. Markkinamittarit huomioivat riskin. Case-yrityksen johdolla on vaikutusta toiminnan riskisyyteen (Case-yrityksessä on tehty yrityskauppoja), joten Case-yrityksessä pitäisi tämän mukaisesti käyttää mittareina markkinamittareita.

Haastateltujen näkemys, jonka mukaan ROCE ei kannusta tekemään yrityskauppoja on yhdensuuntainen Murphyn ja Jensenin (2011) argumentoinnin kanssa. Murphyn ja Jen-

senin (2011) mukaan esimerkiksi ROCE kannustaa investoimaan pelkästään projektiin jonka ROCE on suurin. Näin ollen se kannustaa liian vähäiseen investoimiseen olettaen, että kyseinen projekti on pieni projekti. Sekä haastatteluiden että Murphyn ja Jensenin (2011) argumenttien mukaan ROCE voi siis olla ongelmallinen suoritusmittari investointikannustimien kannalta. Murphyn ja Jensenin (2011) mukaan pääoman tuotto prosentteja ei pitäisi käyttää suoritusmittareina, jos johto pystyy vaikuttamaan sijoitettavan pääoman määrään. Tämä argumentti on yhdensuuntainen haastattelun argumentin kanssa, jonka mukaan ROCE ja EPS sopivat stabiiliin toimialaan eivätkä sellaiselle toimialalle, jossa tehdään yrityskauppoja (suuria investointeja). ROCE ja EPS voisivat siis sopia paremmin toimialoille, joilla johdon ei tarvitse tehdä päätöksiä suurista investoinneista (yrityskaupoista). Haastattelut antavat siis tukea aikaisemman kirjallisuuden argumenteille EPSistä ja ROCEsta suoritusmittareina.

Haastatteluissa tuli esille myös se, että Case-yrityksen strategisissa tavoitteissa tavoitteena on ROE kun taas ylimmän johdon osakepalkitsemisjärjestelmässä mittarina on ROCE.

Analyytikko 1:n mukaan pitkäjänteisyyteen kannustavassa palkitsemisjärjestelmässä olennaista on se, että järjestelmä on aikajänteiden osalta linkitetty yrityksen strategiaan tavoitteisiin.

...ideaalitilanne olisi se, että se osakepalkkiojärjestelmä ulottuisi pidemmälle kuin mitä ne viralliset tavoitteet ovat, ettei pääse käymään niin, että johto pystyy rahastamaan vuotta aikaisemmin ennen kuin tulokset ovat mitattavissa. ... Se voi johtaa lyhytjänteiseen toimintaan ja sitten myöskin se on epäreilua sijoittajia kohtaan mun mielestä tai omistajia kohtaan. Se on semmoinen tilanne, että silloinhan johto lupaa olla jotain... voi puhua ainakin lainausmerkeissä kurssia ylös ilman, että sitten... Tai ne saavat sitten palkkion siitä ilman, että sitä koskaan ehditään todistaa, että oliko se näin vai ei. (Analyytikko 1)

5.3 Mittarien pitkäjänteisyys

5.3.1 Mittarin pysyminen samana

Haastatteluissa tuli esiin näkemys, jonka mukaan mittarin pitkäjänteisyys tarkoittaisi sitä, että mittareita ei vaihdeltaisi koko ajan.

No yksi on ainakin se, että jos niitä muutellaan joka toinen vuosi, sitten ne eivät ole ehkä pitkäjänteisiä. Se on varmaan aika usein semmoinen ongelma, että ne mittarit, mitä käytetään... ne eivät ole kuitenkaan sitten kovin vanhoja. Tietysti tuossa suhteessa joku tämmöinen EPS tai ROCE voi olla ihan hyviä, että ne ovat semmoisia vanhoja keksintöjä ja ehkä sitten helposti vertailukelpoisia. Mutta tuntuu, että usein se on aina sitten vähän sellaista poukkoilevaa, että vaihdetaan vähän joka toinen vuosi ja sitten sulla ei itse asiassa ole semmoista pitkää aikasarjaa. (Analyytikko 2)

Tämän näkemyksen perusteella voitaisiin ajatella, että Case-yrityksen johdon osakeperusteisessa palkitsemisjärjestelmässä lyhytjänteinen ominaisuus on se, että hallituksella on mahdollisuus vaihtaa palkitsemisjärjestelmän mittareita joka vuosi niin halutessaan. Case-yrityksen johdon ensimmäisessä osakeperusteisessa palkitsemisjärjestelmässä hallituksella ei ollut oikeutta vaihtaa mittareita vuosittain, vaan mittarit pysyivät samoina jokaisena kolmena ansaintajaksona. Näin ollen ensimmäisen osakepalkitsemisjärjestelmän voidaan katsoa olevan mittarin samana pysymisen osalta toista järjestelmää pitkäjänteisempi.

Toisaalta mittarien samana pysymistä vastaan puhuu se, että mittarien pysyminen samana voi mahdollistaa pelaamisen. Tämä kyseenalaistaa näkemyksen, jonka mukaan mittarin pysyminen samana olisi pitkäjänteistä. Tällöin voidaan ajatella, että osakepalkitsemisjärjestelmän suunnittelussa tulisi huomioida molemmat tekijät: mittarin samana pysymisen edut ja toisaalta mittarin samana pysymisen pelaamiseen kannustava vaikutus.

5.3.2 Mittarien merkitys

Hallituksen puheenjohtaja kuvailee ylimmän johdon osakeperusteisen palkitsemisjärjestelmän mittarien EPS ja ROCE merkitystä.

...siellä on aika iso tase ja yhtiön arvo nousee parhaiten, jos EPS nousee tasaisesti forever... yhtiön arvo on hyvin pitkälle tuon tyyppisessä yhtiössä P/E-pohjainen... Ja tä-

mä tase tai nämä sijoitetun pääoman tuotto tai oman pääoman tuotto kummat tahansa, ne ovat enemmänkin tällaisia safe guardeja, että tasetta ei raiskata sen takia, että tehtäisiin EPS:ää. (Hallituksen puheenjohtaja)

Haastatteluissa tuli esille myös näkemys, jonka mukaan sillä ei välttämättä olisi suurta merkitystä, mitkä palkitsemisjärjestelmän mittarit ovat.

... joskus nämä järjestelmät ovat semmoisia, että ei sillä kriteerillä nyt niin kauheasti merkitystä ole. Kysymys on vaan siitä, että sille johdolle maksetaan jollain muuntuvalla osalla vähän lisää likkaa, että se kokonaiskompensaatio on jollain tietyllä tasolla. Ja se on nyt sitten vähän se sama, mikä se peruste on. (Omistaja 3)

Tämä näkemys saa tukea aikaisemmasta tutkimuksesta, jonka mukaan johdolla jo oleva yrityksen osakkeiden portfolio muodostaa yleensä suuremman kannustimen kuin järjestelmästä saatavat uudet palkkiot. Tämä siksi että johto on voinut järjestelmien kautta hankkia suuren yrityksen osakkeiden ja optioiden portfolion, jonka arvo on suuri verrattuna järjestelmästä saatuihin yksittäisiin palkkioihin. (Jensen ja Murphy 1990) Jos näin osakekurssista muodostuu johdon portfolion kautta merkittävä mittari, joka vähentää järjestelmän mittarien merkitystä. Case-yrityksen johdon tapauksessa ei voida kuitenkaan sanoa, että vuosittaiset osakepalkkiot olisivat suuruudeltaan merkityksettömiä verrattuna johdon osakeomistuksiin. Päinvastoin tarkasteltaessa Case-yrityksen johdon palkitsemistietoja saadaan viitteitä siitä, että vuosittaiset osakepalkkiot ovat suuruudeltaan merkittäviä suhteessa johdon osakeomistuksiin ja näin ollen osakepalkkioilla on keskeinen rooli kannustimien tuottamisessa. Toimitusjohtaja sai vuonna 2010 osakepalkkiojärjestelmästä 54000 osaketta, kun hänen osakeomistuksensa vuoden 2009 lopussa oli 101850 osaketta. Tällöin osakepalkkion voidaan katsoa olevan merkittävä kannustin suhteessa toimitusjohtajan osakeomistukseen. Muun johtoryhmän osakepalkkiot yhteensä vuonna 2010 olivat 117500 osaketta. Sen sijaan muun johtoryhmän osakeomistus yhteensä vuoden 2009 lopussa oli 133320 osaketta. Tällöin myös muun johtoryhmän tapauksessa vuoden 2010 osakepalkkioiden voidaan katsoa olevan suuruudeltaan merkittäviä suhteessa muun johtoryhmän osakeomistukseen.

Näkemys, jonka mukaan mittareilla ei olisi suurta merkitystä, voi saada tukea myös seuraavanlaisesta argumentoinnista. Bebchukin ja Friedin (2004) mukaan palkitsemisjärjestelmien laatijat pyrkivät usein peittämään palkitsemisen määrää ja suoritukseen

perustumattomuutta, jotta palkitseminen ei näyttäisi ulkopuolisille liialliselta tai kohutuuttomalta ja herättäisi ulkopuolisissa paheksuntaa. Case-yrityksen tapauksessa mittarien tavoitearvoja ei ole julkistettu, jolloin voi olla mahdollista, että mittareille asetetut tavoitearvot on helppo saavuttaa ja mittarit on asetettu järjestelmään vain, jotta palkitseminen näyttäisi ulkopuolisille enemmän suoritukseen perustuvalta. Ulkopuolinen ei kuitenkaan pysty arvioimaan onko mittareilla taloudellista merkitystä vai onko ne asetettu järjestelmään vain siksi, että se näyttäisi enemmän suoritukseen perustuvalta, koska mittarien tavoitearvoja ei ole julkistettu.

5.3.3 Osakekurssi verrattuna laskentatoimen mittareihin

Osa analyytikoista sanoi pitävänsä optioita osakepalkitsemisjärjestelmää parempana vaihtoehtona. He pitivät osakekurssia hyvänä mittarina.

On ne (osakepalkitsemisjärjestelmä) varmaan parempi kuin ei mitään. Mutta kyllä mä ehkä itse. Sanotaan että, optiojärjestelmät eivät ole hirveän muodissa olleet tässä viime vuosina, mutta kyllä mä itse kuitenkin pidän niistä. Siinä kuitenkin... tai sanotaan, että sille osakkeenomistajalle kuitenkin se mittari on se osakekurssi, ja päivän päätteeksi se ratkaisee, onko se tyytyväinen vai ei. (Analyytikko 2)

Haastatellut näkivät, että sekä tulospohjaisissa että osakekurssipohjaisissa palkitsemisjärjestelmissä on omat huonot puolensa. Tulospohjaisten järjestelmien huonona puolena nähtiin se, että tulospohjaiset mittarit voivat olla ristiriidassa yrityksen strategisten tavoitteiden kanssa kuten yllä mainittiin (vuosittain mitattava ROCE olisi ristiriidassa kasvutavoitteen kanssa) ja toisaalta osakekurssimittari olisi helpommin yhdensuuntainen osakkeenomistajien etujen kanssa.

Toisena tulospohjaisten järjestelmien huonona puolena nähtiin se, että tulospohjaisten mittarien arvoja voisi manipuloida. Myös aikaisemmassa kirjallisuudessa on argumentoitu, että laskentatoimen suoritusmittarit olisivat yhteydessä johdon lyhytnäköisyyteen (Ittner et al. 2003).

Osakekurssiin perustuvien järjestelmien huonona puolena nähtiin se, että osakemarkkinoiden yleinen kehitys vaikuttaa palkitsemiseen. Myös tämä näkemys on yhdenmukainen aikaisemman kirjallisuuden kanssa.

...osakekurssiin sidotussa järjestelmässä on tietysti se huono puoli, että jos osakemarkkinoilla tapahtuu jotain ikävää, vaikka yhtiöllä menisi tosi hyvin, se ei välttämättä ole sitten palkitseva. (Analyytikko 3)

...toki siellä on näitä ongelmia, että tämä yleisen pörssi-ilmapiiirin kehittyminen. Jos kaikki kurssit nousevat, helposti tulee tämmöistä ansiotonta arvonnousua. Vaikka sä et ole tehnyt mitään ja kurssit vaan yleisesti nousevat, on siitä palkittu. Mutta toki nämä ovat kaikki hoidettavissa. Voidaan vaikka indeksoida johonkin muun toimialan indeksiin ja jos sä pärjääät sitten paremmin kuin ne kilpailijat, siitä sitten palkitaan. Ja sitten on tämä ajallinen hajautus, että jos sulla ei ole kuin yksi iso kertajärjestely, sitten siitä voi tulla just tämmöisiä, että jos on hyvä tuuri, se voi olla kovin tuottoisa järjestely. (Analyytikko 2)

Se, että sekä tulos- että osakekurssiperusteisiin järjestelmiin liittyvät omat hyvät ja huonot puolensa, sai Analyytikko 3:n päätyämään seuraavaan johtopäätökseen.

Ehkä sen pitäisi olla joku semmoinen... huomioida molemmat tekijät (tulos- ja osakekurssimittarit) jotenkin jossain suhteessa, en tiedä... Jos on joku tulospalkkiosysteemi ja sitten se jotenkin sitoa se kehitys kurssikehitykseen... (Analyytikko 3)

Analyytikko 3 pohti siis mahdollisuutta huomioida sekä tulostittarit että osakekurssimittari palkitsemisjärjestelmässä sen takia, että näin voitaisiin mahdollisesti lieventää kumpiinkin mittareihin liittyviä huonoja puolia. Tämä Analyytikko 3:n näkemys on linjassa Chakhovichin (2010) tutkimuksen tuloksen kanssa, jonka mukaan useiden mittarien käyttö lieventäisi kuhunkin mittariin liittyvää lyhytnäköisyysriskiä. Aikaisemman tutkimuksen mukaan johtajalla jo oleva yrityksen osakkeiden portfolio voi muodostaa suuren kannustimen seurata osakekurssia. Kannustimen seurata osakekurssia muodostaa myös osakepohjaisiin järjestelmiin usein sisältyvä sitouttamisperiodi, jonka aikana osakkeita ei saa myydä. Tällöin voidaan ajatella, että ainakin Case-yrityksen osakepohjaisessa järjestelmässä yhdistyvät tulostittarit ja osakekurssimittari, mikä olisi Chakhovichin (2010) tutkimuksen tuloksen ja Analyytikko 3:n näkemyksen perusteella hyvä

asia. Palkitsemisjärjestelmän mittareiden vaikutusta lieventää kuitenkin se, että Analyysitikko 2:n mukaan osa ihmisistä saattaa mittareista huolimatta ajatella yrityksen etua.

5.4 Johdon ja yrityksen aikajänteet ja palkitsemisjärjestelmä

Haastatteluissa tuli ilmi, että johdon aikajänne voi erota yrityksen aikajänteestä. Yrityksen aikajänne määritellään tässä viittaamalla yrityksen toiminnan jatkuvuuden periaatteeseen, jonka mukaan oletetaan, että yritys jatkaa toimintaansa ikuisesti eikä likvidoi varojaan (http://www.investorwords.com/2189/going_concern.html). Aikaisemman kirjallisuuden mukaan yrityksen ja johtajan aikajänteiden eroavuus on yksi agenttiongelma (Korhonen 1997). Johdon ja yrityksen aikajänteiden eroavuuteen ratkaisuna on alla olevan sitaatin perusteella johdon palkitsemisjärjestelmä, joka palkitsee johtoa yrityksen aikajännettä lyhyemmällä aikavälillä. Myös aikaisemmassa kirjallisuudessa on argumentoitu, että johdon palkitseminen ajantasaisemmin on hyvä asia, koska se mahdollistaa johtajan kulutuksen tasaamisen (Dikolli 2001, Dikolli et al. 2003, Dikolli ja Vaysman 2006).

...kai tämä on tällöinen muutaman vuoden ohjelma nyt sitten. Se on ehkä se yrityksen näkökulmasta se ei missään nimessä ole pitkä aikaväli tai osakkeenomistajan näkökulmasta ei missään nimessä ole pitkä aikaväli, mutta toimivan johdon näkökulmasta se täyttää kriteerin pitkä aikaväli, koska toimivan johdon horisontti ei kuitenkaan ole ihan niin pitkä kuitenkaan... Osakkeen arvo on ikuisten kassavirtojen diskontattu nykyarvo, ja johto on kuitenkin... johdon keski-ikä on paikallaan, onko se seitsemän vuotta. Se vaan on niin, että johto on silloin lyhyen aikaa suhteessa siihen yhtiön koko elinikään. Mun mielestä... mä vaan tarkoitan, että se oikea pitkä aikaväli on siis se, että tehdään kymmenen, kahdenkymmenen vuoden ohjelma sille johdolle. Mutta kun se ei vaan käytännössä ole. Silloin nämä ovat valtatasaapainomielessä, nämä ovat enemmän toimivan johdon ohjelmia. Mutta se on vaan käytännön sanelema asia, että kun johdot usein sitten kuitenkin ovat vain keskimäärin sen seitsemän vuotta johdossa. (Omistaja 3)

Haastatteluissa tuli ilmi näkemys, jonka mukaan omistajien intressissä on sitouttaa johtoa yritykseen pidemmäksi ajaksi ja näin ollen käyttää esimerkiksi sitouttamisperiodia pitkän aikavälin palkitsemisjärjestelmässä, jolloin osakkeet saa myydä vasta jonkin periodin kuluttua niiden ansainnasta. Toisaalta johdon intressissä voi olla saada palkkioita

ajantasaisemmin, ja näin ollen he voivat haluta, että heillä on myös lyhyen aikavälin palkitsemisjärjestelmiä. Toisin sanoen johdon aikajänteen lyhyiden takia pidemmän aikavälin palkitsemisjärjestelmä on tehty lyhyemmäksi kuin se saattaisi muuten olla ja johdolle tarjotaan myös lyhyemmän aikavälin palkitsemisjärjestelmä. Tarve pidemmän ja lyhyen aikavälin palkitsemisjärjestelmille seuraisi omistajien ja johdon erilaisista aikajänteistä.

...että tietysti johto haluaa varmaan sekä vähän tällöisiä lyhyemmän aikavälin (palkitsemisjärjestelmiä), mutta tietysti omistajat haluavat sitouttaa myös pitempään. (Analyytikko 4)

5.5 Jatkuva lisäarvon luominen

Monien haastateltujen mukaan yrityksen tulee pystyä luomaan lisäarvoa pitkän aikajänteen ohella myös lyhyellä aikajänteellä.

...kyllähän me odotetaan, että joka vuosi yhtiö tekee hyvän tuloksen, jolloin me odotetaan ja kulkee kohti strategisia tavoitteita. (Omistaja 1)

Kyllä valitettavasti eletään semmoisessa maailmassa, jossa yrityksen pitää myös sen lisäksi, että sen pitää pitkässä juoksussa luoda lisäarvoa, niin kyllä sen pitää mielellään pystyä myös lyhyellä aikajänteellä luomaan lisäarvoa... (Analyytikko 1)

...ei voi olla semmoista tilannetta mun mielestä, että johdolle annetaan mahdollisuus lyhyellä aikavälillä tuhota arvoa ja sitten uskotaan, että se pitkässä juoksussa tulisi jotenkin takaisin. Kyllä sitä arvoa pitäisi pystyä luomaan sekä lyhyellä että pitkällä aikajänteellä, mutta se paino pitäisi olla siellä pitkässä päässä tietysti. (Analyytikko 1)

Eräiden haastateltujen mukaan tarpeesta luoda lisäarvoa myös lyhyellä aikajänteellä seuraa, että johdolle tulee tarjota pitkän aikavälin palkitsemisen lisäksi lyhyen aikavälin palkitsemista. Tarpeesta luoda lisäarvoa jatkuvasti seuraa siis tarve lyhyen aikavälin palkitsemiselle.

Niin me lähdetään siitä, että pitää olla vuosipalkitsemista, joka kannustaa vuonna 2011 tekemään sellaisia asioita, jotka mahdollisimman myönteisesti vaikuttaisivat yhtiön kehitykseen. (Omistaja 1)

...siinä bonuksessa mun mielestä pitää olla kaksi komponenttia lyhyt ja pitkä. Silloin mä voisin kuvitella, että se motivoisi johtoa johtamaan ja kehittämään yritystä siten kuin osakkeenomistajat haluaisivat... ehkä se kuitenkin se suurempi potentiaali siinä palkassa pitää perustua pidemmän aikavälin saavutuksiin... (Analyttikko 1)

Omistaja 2:n edustajien mukaan osakepalkitsemisjärjestelmä, jossa ansaintaperiodi on vain vuosi, ei kannusta jatkuvaan arvon luomiseen vaan se kannustaa yhden vuoden tuloksen maksimointiin. Tämän vuoksi osakepalkitsemisjärjestelmän ansaintaperiodin pitäisi olla pidempi kuin yksi vuosi.

Sitä täytyy tehdä tulosta tai täytyy mennä tavoitteita kohti koko aikana eikä vaan, että mennään ensimmäisenä vuonna kohti tavoitetta ja sitten kaksi isoa askelta taaksepäin... (Haastateltava 1, Omistaja 2)

Edellä esitettiin haastateltujen näkemys, jonka mukaan palkitsemisjärjestelmien pitäisi kannustaa johtajaa luomaan jatkuvasti arvoa. Toiset haastatellut olivat sitä mieltä, että tarpeesta luoda arvoa myös lyhyellä aikavälillä seuraa, että johdolle täytyy tarjota pitkän aikavälin palkitsemisen ohella myös lyhyen aikavälin palkitsemista. Sen sijaan toiset haastateltavat näkivät, että tarpeesta luoda arvoa jatkuvasti seuraa, että osakepalkitsemisjärjestelmän ansaintajakson tulee olla pidempi kuin yksi vuosi. Näiden näkemysten voidaan nähdä olevan toistensa kanssa ristiriidassa, koska toisen mukaan lyhyen aikavälin palkitseminen kannustaisi luomaan arvoa jatkuvasti, kun taas toisen mukaan pitkän aikavälin järjestelmän ansaintajakson pidentäminen kannustaisi luomaan arvoa jatkuvasti. Van Rinsumin ja Hartmannin (2007) mukaan johdon aikahorisonttia voidaan pidentää pidentämällä johdon suorituksenarvioinnissa ja palkitsemisessa huomioon otettavaa periodia. Toisaalta pidemmän aikavälin tavoitteenasetanta on tehottomampaa kuin lyhyen aikavälin tavoitteenasetanta (Locke and Latham 1990). Joka tapauksessa yllä olevista havainnoista päädytään lopputulokseen, jonka mukaan jotta palkitseminen olisi pitkäjänteistä, sen tulee kannustaa luomaan arvoa jatkuvasti. Lisäksi voidaan päätellä, että lyhyen aikavälin palkitsemisen tarjoaminen pitkän aikavälin palkitsemisen ohella on pitkäjänteistä palkitsemista.

Voidaan pohtia onko jatkuva lisäarvon tuottamisen vaatimus ristiriidassa innovatiivisuuteen kannustamisen kanssa. Manson (2011) mukaan innovatiivisuuteen kannustava palkitseminen sallii epäonnistumisen lyhyellä aikavälillä ja palkitsee menestyksestä

pitkällä aikavälillä. Voidaan ajatella, että vaatimus tuottaa lisäarvoa lyhyellä aikavälillä ei näin ollen kannustaisi innovatiivisuuteen.

5.6 Ansaintaperiodit

Case-yrityksen johdon osakepalkitsemisohjelma on lyhyen ansainta- ja sitouttamisperiodin takia johdolle edullinen, koska johto ansaitsee lyhyen ansaintaperiodin ansiosta palkitsemista ajantasaisemmin ja saa myydä osakkeet lyhyen sitouttamisperiodin ansiosta aiemmin, jolloin johto voi hajauttaa omistustaan aiemmin. Tällöin voidaan pohtia, kertooko Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmä siitä, että johdolla ja mahdollisella palkitsemiskonsultilla on liikaa valtaa palkitsemisasioissa ja että palkitsemisen laatimisessa ei päde arm's length -periaate.

Piirre Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmässä, jonka sidosryhmät näkivät lyhytjänteisyyteen kannustavana, on se, että järjestelmän mittausjakso on vain vuosi. Omistaja 2:n edustajat huomaavat vuoden mittausjaksoon liittyvän pelaamismahdollisuuden, joka liittyy varsinkin tilanteeseen, jossa yrityksellä menee huonosti. Heidän mukaansa yhden vuoden mittausjakso voi kannustaa maksimoimaan yhden vuoden tuloksen.

No se ongelma, mikä eilen kun asiasta keskusteltiin, jos palkitsemisjärjestelmä antaa mahdollisuuden cashätä sisään askeleittain, kolmen vuoden ohjelma, jossa jokainen vuosi on erillinen tarkastelujakso, olisi kovin inhimillistä, jos tulisi kiusausta tehdä ylihyvä siitä vuodesta, mistä näyttää tulevan hyvä, mistä tulee hyvä, jotta saadaan siltä vuodelta se maksimaalinen tuotto. (Omistaja 2, Haastateltava 2)

Jos teet tasaisesti, et saavuta vuonna yksi tulosta, seuraavana vuonna huono et saavuta vuonna kaksi tulosta, mutta teet odotuksiin nähden pienemmän tappion, ja kaikki raha on pois johdon taskusta. Otetaan ensimmäisenä vuonna niin paljon kuin saadaan, ja toivotaan lopusta parempaa. (Omistaja 2, Haastateltava 2)

Yllä mainittu haastateltujen argumentointi vuoden ansaintajakson ongelmallisuudesta muistuttaa Murphyn ja Jensenin (2011) argumentointia koskien epälineaaristen järjestelmien ongelmia. Tällöin järjestelmän ongelma saattaisikin olla epälineaarisuus eikä vuoden ansaintajakso. Jos palkitsemisjärjestelmä on epälineaarinen, siihen on asetettu EPSille ja ROCElle tavoitearvot, jotka tulee saavuttaa, jotta johtaja saisi tietyn määrän

osakkeita. Järjestelmässä voi olla myös kannustinalue, jolloin johtaja saa sitä suuremman palkkion mitä suuremmat minimitalvoitteen ylittävät EPSin ja ROCEn arvot hän saavuttaa. Järjestelmässä voi olla myös asetettu maksimiarvot EPSille ja ROCElle joiden ylittämisen jälkeen palkkio ei enää kasva mittarien arvon kasvaessa. Jos järjestelmä on edellä kuvatun kaltainen, järjestelmä on epälineaarinen ja se kannustaa manipuloidaan taloudellisia tuloksia. Jos järjestelmään on asetettu minimitalvoitteet suoritusmittarien arvoille, tämä kannustaa johtajaa kasvattamaan suoritustensa vaihtelevuutta. Jos johtaja on lähellä alemmaa suorituskynnystä, hän olisi mieluummin joinain vuosina vähän suorituskynnyksen yläpuolella ja joinain vuosina paljon sen alapuolella kuin että hän olisi kaikkina vuosina vähän suorituskynnyksen alapuolella. Jos järjestelmä on siis epälineaarinen, haastateltujen argumentti, jonka mukaan järjestelmä kannustaa vuoden tuloksen maksimointiin, pitää paikkansa. Tällöin järjestelmän ongelmana olisi pikemminkin epälineaarisuus kuin vuoden ansaintajakso. Toisin sanoen jos järjestelmä olisi lineaarinen, vuoden ansaintajakso ei välttämättä olisi ongelma.

Sitä onko palkitsemisjärjestelmä lineaarinen vai epälineaarinen on kuitenkin vaikea arvioida, koska suoritusmittarien mahdollisia tavoitearvoja ei ole julkistettu. Vuoden 2010 tilinpäätöksessä Palkka- ja palkkioselvityksessä on todettu seuraavasti: ”Yhtiön hallitus päättää ansaintajakson ansaintakriteerit ja niille asetettavat tavoitteet kunkin ansaintajakson alussa.” Tästä ei voida päätellä onko järjestelmä epälineaarinen vai lineaarinen. Haastatellut siis olettavat, että järjestelmä on epälineaarinen vaikka siitä ei voi julkistettujen tietojen perusteella olla varma. Se että mahdollisia kynnystavoitteita ei ole julkistettu vaikeuttaa sidosryhmien kykyä arvioida järjestelmää sen lineaarisuuden tai epälineaarisuuden osalta ja näin ollen sen tarjoamien riskinottokannustimien osalta.

Omistaja 2:n edustajan mukaan vuoden mittausjakson sijaan palkitseminen voisi perustua mittarin keskimääräiseen arvoon useamman vuoden periodilta.

Mutta tämä se, että yhden vuoden perusteella ansaitaan, se on mun mielestä... se kannustaa nimenomaan sen yhden vuoden tuloksen optimointiin. Paljon parempi, jos se on kolmen vuoden jakso. Okei kolme vuottakin on ehkä aika lyhyt, mutta se nyt on tämän meidän markkinoiden pitkäaikainen... Se on... jos me otetaan kolmen vuoden jakso, miksei oteta sen aikavälin jotain keskimääräistä tai tilannetta, joka kuvaa. Sitä täytyy tehdä tulosta tai täytyy mennä tavoitteita kohti koko aikana eikä vaan, että mennään ensimmäisenä vuonna kohti tavoitetta ja sitten kaksi isoa askelta taaksepäin niin, että sä

saat sillä rakennettua itsellesi omaisuuden. Silloin se mun mielestä ei ole tai antaa ainakin mahdollisuuden sille, että ei ole samansuuntainen (osakkeenomistajien tavoitteiden kanssa). (Haastateltava 1, Omistaja 2)

Tämän haastatellun mukaan ansaintajakson pitäisi siis olla pidempi kuin vuosi, jotta palkitsemisjärjestelmä kannustaisi koko ajan etenemään kohti tavoitteita.

Monet haastatellut näkivät Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmän lyhyen aikavälin järjestelmänä vuoden mittausjakson takia. Tällöin Case-yrityksessä on ikään kuin kaksi lyhyen aikavälin palkitsemisjärjestelmää.

...lähtökohtaisesti mun mielestä bonusjärjestelmä on lyhyen aikavälin kannustinjärjestelmä ja osakepohjaiset ratkaisut ovat pitkän aikavälin järjestelmiä. Ja tällä perustellaan se, että miksi täytyy olla molemmat. Jos molemmissa on yhden vuoden ansaintaperiodi, silloin ne ovat torta på torta, että silloin se... silloin mun mielestä tässä ei olla ihan optimitilanteessa. (Haastateltava 1, Omistaja 2)

Tässä ehkä on sellainen eroavuus siitä, mitä ihan optimaalisesti me haettaisiin, että nämä ansaintajaksot ovat aina kalenterivuotia, jolloin tässä tulee vähän... Tämä on vähän samantyyppisesti... no mikä ero on lyhyen tähtäimen palkitsemisessä ja pitkän tähtäimen palkitsemisessä. (Omistaja 1)

No mun mielestä tuo on lyhyen aikavälin järjestelmä. Siis jos se vuosittain kuitenkin se on kolmen vuoden ohjelma tai kolme plus kaksi vuotta ja sitten. (Omistaja 3)

Haastatellut siis näkivät, että vuoden mittausjakson takia osakeperusteinen palkitsemisjärjestelmä ei eroa tarpeeksi lyhyen aikavälin bonusjärjestelmästä.

Mittausjakson ollessa vuosi johtoa palkitaan ajantasaisemmin kuin jos mittausjakso olisi pidempi. Johto arvostaa tällaista ajantasaisempaa palkitsemista, koska se mahdollistaa aikaisemman kulutuksen (Dikolli 2001, Dikolli ja Vaysman 2006). Kuitenkin tällainen ajantasaisempi palkitseminen voi kannustaa pitkäjänteiseen toimintaan. Dikollin (2001 ja 2003) mukaan osakekurssi ja ei-taloudelliset suoritusmittarit ovat keino palkita johtoa ajantasaisesti pitkäjänteisestä työskentelystä. Kuitenkin Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmässä mittareina ovat ROCE ja EPS eivätkä osakekurssi tai ei-taloudelliset mittarit, joten kyseessä ei ole Dikollin mainitsema ajantasainen palkitseminen, joka

kannustaisi pitkäjänteiseen toimintaan. Näin ollen on kyseenalaista kannustaako Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmä pitkäjänteiseen toimintaan.

Haastatteluissa tuli esiin näkemys, jonka mukaan vuoden mittausaika ei johda lyhytjänteiseen toimintaan, koska seuraavina vuosina mitataan samaa tai samankaltaista mittaria. Tällöin mittarin arvon maksimointi yhtenä vuotena johtaisi siihen, että mittarin arvo seuraavana vuonna ei olisikaan niin hyvä.

...kun sä tiedät, että se on monta vuotta eteenpäin, silloin sä pidät huolta siitä, että sä et tee lyhytaikaisia päätöksiä, kun se on heti seuraavana vastassa. Kyllä nämä vuodenkin tuotto- tai bonusjärjestelmissä sisäänrakennettunahan on juuri tämä, että et sä voi tämän vuoden tulosta maksimoidaksesi tehdä sitä ilman, että ensi vuoden tulos menee tosiaan läskiksi. (Hallituksen puheenjohtaja)

Tätä argumenttia vastaan puhuu kuitenkin se, että Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmässä hallituksella on oikeus muuttaa mittareita joka vuosi. Myös Case-yrityksen tulospalkkiojärjestelmässä mittarit voivat vaihtua vuosittain. Vuoden 2010 tilinpäätöksen palkkioselvityksen mukaan ”Tulospalkkion ansaintakriteereistä ja määräytymisestä päättää hallitus vuosittain hallituksen palkitsemisvaliokunnan esitykseen perustuen”. Tällöin hallituksen puheenjohtajan argumentti, jonka mukaan kun henkilö tietää, että seuraavana vuonna mitataan samaa mittaria, hän ei maksimoi mittaria yhtenä vuonna, koska se tietäisi mittarin arvon olevan huono seuraavana vuonna, ei päde Case-yrityksen tapauksessa. Tämä johtuu siitä, että kun mittari voi vaihtua vuosittain, henkilö ei tiedä käytetäänkö seuraavana vuonna samaa mittaria vai ei.

Palkitsemisjärjestelmän tulee olla porrastettu, jotta ei muodostuisi negatiivista kannustinta.

...just sillä tavalla vielä porrastettu, että se ei ole kertaluontoinen, joka laukeaa viiden vuoden päästä, vaan että se pitää olla joku pienempi ohjelma, joka lanseerataan joka vuosi ja sitten ne menevät sillä tavalla lomittain. Ei tule semmoisia isoja taitekohtia. Koska nehan sitten voivat toimia myös tämmöisenä negatiivisena kannustinohjelmanä, jos se on merkittävä osa vaikka palkkausta. Ja sitten jos sä ajaudut tilanteeseen, että sä tiedät, että tässä ei ole enää mitään saumaa saada mitään kompensatiota tämän ohjelman kautta ja jos se on hirveän pitkäaikainen, eihän sekään ole mikään hirveän hyvä

tilanne. Se voi jopa kannustaa lähtemään... sä menet jonnekin uuteen paikkaan ja siellä pääset aloittamaan puhtaalta pöydältä. (Analyytikko 2)

Tästä seuraa, että haastateltujen mukaan ansaintajakso ei saisi olla liian lyhyt mutta toisaalta ei saisi olla peräjälkeisiä pitkän ansaintajakson ohjelmia ilman porrastusta.

Haastateltujen mukaan Case-yrityksessä on voinut ilmetä lyhytnäköistä toimintaa, johon ovat kannustaneet osakepalkitsemisjärjestelmän vuoden ansaintajakso ja eräs toinen järjestely. Omistaja 2:n edustajien mukaan Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmässä vuoden ansaintajakso voi kannustaa tuloksen maksimointiin yhden vuoden osalta. Tämän lisäksi Case-yrityksessä on ollut myös toinen järjestely, joka on kannustanut yhden vuoden tuloksen maksimointiin. Case-yrityksen internet-sivujen mukaan vuoden 2008 alkupuoliskolla Case-yritys osti 75 prosentin osuudet kahdesta yhtiöstä (yhtiö A ja yhtiö B) ulkomailta. Case-yritys osti yhtiöt A ja B yhtiöiden johtajilta, jotka olivat myös yritysten perustajia. Case-yrityksen johto sopi ostavansa jäljelle jäävät 25 prosentin osuudet yhtiöistä yhtiöiden johtajilta vuonna 2010 hinnalla, joka perustuu yhtiöiden vuoden 2009 tuloksiin. Yhtiöiden A ja B myyjät jatkoivat vuoden 2008 yrityskaupan jälkeen yhtiöiden johdossa. Huhtikuussa 2009 yhtiöihin A ja B nimitettiin uudet toimitusjohtajat. (Case-yrityksen internet-sivut, luettu 31.1.2012) Haastateltujen mukaan edellä mainittu järjestely, jossa yhtiöiden loppuosien myyntihinnat perustuivat yhtiöiden vuoden 2009 tuloksiin, kannusti yhtiöiden A ja B johtajia maksimoimaan vuoden 2009 tulokset. Koska yhtiöiden A ja B myyjät jatkoivat yhtiöiden johdossa huhtikuun 2009 alkuun saakka, heillä oli jonkin verran mahdollisuutta vaikuttaa yhtiöiden A ja B vuoden 2009 tuloksiin. Omistaja 2:n edustajien mukaan Case-yrityksen tuloskehitys vuosina 2009 ja 2010 antaa viitteitä siitä, että Case-yrityksessä on voitu toimia näiden kannustimien suuntaisesti.

...yhtiöhän teki alueella C loistavan tuloksen vuonna 2009 eikä niin ja 2010 tulos romahti. Ja silloin samanaikaisesti, kun siellä tehtiin loistava tulos, samanaikaisesti just tämän yhden vuoden osalta ensinnäkin johdolla on ollut insentiivi pitää sen vuoden tuloksen hyvänä, ne saavat hyvät palkkiot siellä. Ja toisaalta siellä on tämä yhtiön heille aikoinaan alueen C tytäryhtiön myyneillä tahoilla oli mun ymmärtääkseni jonkun näköinen earnout-periodi. Jolloin tässä vähemmistöomistajana herää kysymys siitä, että onko siellä ollut myös näillä paikallisella johdolla, joka on itse myynyt tämän yrityksen sinne, jotka edelleen oli siellä jollain tavalla ainakin vaikuttamassa, onko heillä ollut mahdol-

lisuutta kaunistaa morsianta niin sanotusti yhden vuoden osalta ja... Jos ja jos näin on tehnyt, huomioidaanko tämä johdon samansuuntainen insentiivi palkkajärjestelmässä. Jos toimiva johto on epäillyt, että tällaista voi tapahtua, onko heidän etujen mukaista ollut välttämättä kaivaa sinne... selvittää tapahtuiko tällaista. Koska samalla siinä tulisi helposti näin, että voihan tällaista tapahtua, mutta ehkä mun ei kannata tonkia tämän tyyppinen tilanne, koska sitten sä menetät sun... Jos sieltä tehdään alaskirjaus tai heikompa tulosta, sitten se syö sun omaa osakepalkkiotasi ja tulospalkkiota. En tiedä, mutta tämä on, kun katsoo tätä tulovolaa ja muistaa sitä kommunikaatiota siltä ajalta, niin tällainen ajatus herää mieleen. (Haastateltava 1, Omistaja 2)

Täytyy muistaa, että markkinoille riittää epäily tuosta asiasta... Se näkyy siitä huolimatta hinnassa, jos on mahdollista, että tämä ei ollutkaan validi tulos. Sehän se selittää sen massiivisen pudotuksen siellä, sitten kun se epäilyksen aika oli, sieltä lähti koko joukko sijoittajia pois. (Haastateltava 2, Omistaja 2)

Jensenin (2006) mukaan yrityksen sisäiset järjestelmät voivat kannustaa lyhytnäköiseen toimintaan. Case-yrityksen tapauksessa earnout-periodi ja palkitsemisjärjestelmä ovat olleet sisäisiä järjestelmiä, jotka ovat kannustaneet lyhytnäköiseen toimintaan eli yhden vuoden tuloksen maksimointiin.

5.7 Sitouttaminen

Haastatellut osasivat hyvin arvioida sitä, mitkä asiat vaikuttavat osakepalkitsemisjärjestelmän sitouttavuuteen. Haastatellut tiesivät, että palkitsemisjärjestelmässä on usein sitouttamisperiodi, johon liittyvän ehdon kautta luodaan järjestelmään sitouttavuutta. Ansaitessaan järjestelmän kautta osakkeita tai optioita johtaja ei saa heti käyttää optioita tai myydä osakkeita, vaan hän joutuu pitämään osakkeet ja optiot itsellään tietyn ajan (sitouttamisperiodi) ennen kuin osakkeiden myyminen tai optioiden käyttäminen on mahdollista. Palkitsemisjärjestelmään liittyy usein ehto, jonka mukaan jos johtaja lähtee yrityksestä, hän menettää sitouttamisperiodin alaiset osakkeet ja optiot. Näin luodaan vaihtoehtoiskustannus sille, että johtaja lähtee yrityksestä, ja pyritään näin sitouttamaan johtajaa yritykseen. Haastateltujen mukaan järjestelmän sitouttavuudesta kertookin se, kuinka paljon johtaja menettäisi palkkioita, jos hän päättäisi lähteä yrityksestä.

Ja just se, että jos sä lähdet, kuinka paljon sä sitten periaatteessa menetät joko semmoista, jonka sä olet jo ansainnut, mutta sitä ei ole maksettu ulos tai sitten semmoista, jota ei ole vielä edes mitattu. (Analyytikko 2)

Arvioitaessa sitä, onko johtajan lähtiessä menettämien palkkioiden taso riittävä sitouttamaan johtajaa, tulee huomioida kilpailevien yritysten palkkiotasot.

Se ihan konkreettinen testi on... että onko siellä sisällä niin paljon arvonnousua, että sen yrityksen johdon kannattaa miettiä kaksi kertaa irtisanoutuuko vai ei. Ja jos se on indifferent sen suhteen, että se saa vähintään saman palkan, saman korvauksen seuraavalta työnantajalta, eihän se sitten auta pätäkän vertaa. (Haastateltava 2, Omistaja 2)

Haastateltujen mukaan jatkuvat, pidemmän aikavälin palkitsemisjärjestelmät, joissa rahaa ei saa heti ulos järjestelmästä sitouttavat johtoa. Ominaisuus, jonka mukaan rahaa ei saa heti ulos järjestelmästä, voidaan luoda sitouttamisperiodin ohella myös sitä kautta, että vuosibonusta siirretään osakepalkkiojärjestelmän piiriin.

Kyllä varmaan tämmöiset tietysti pidemmät osakepalkkiojärjestelmät varsinkin semmoiset, joissa ehkä joutuu sitten jopa laittamaan... no sitä ei voi vaatia, että pitää laittaa omaa rahaa kiinni, mutta sanotaan näin, että varsinkin semmoinen, jossa vuosibonusta maksetaan... Vuosibonusta siirretään sinne osakepalkkiojärjestelmän piiriin, jolloin sulle tulee automaattisesti pidempi siitä, että koska ne saa pois. Mutta kyllä se on varmaan se sitouttavin. (Analyytikko 1)

Mutta varmaan sellaiset tietenkin jotkut pitkän aikavälin järjestelmät, mitkä eivät realisoitu ennen kuin vasta jonkun pidemmän aikavälin jälkeen, että nähdään, miten sitä liiketoimintaa on saatu kehitettyä. Ne varmaan voisi kuvitella, että sitouttavat, jos se yhtiö menee oikeaan suuntaan. Että on oletettavissa, että saa jotain. Mutta eihän se muuten varmaan toimi. (Analyytikko 3)

Haastatteluissa mainittiin myös, että palkitsemisjärjestelmässä tulisi olla jatkuvuutta, jotta se sitouttaisi. Joka vuosi katkolla olevat järjestelmät eivät ole haastatellun mukaan jatkuvia. Juuri sitouttamisperiodi luo järjestelmään jatkuvuutta luomalla vaihtoehtoiskustannuksen sille, että johtaja lähtee yrityksestä.

...mitä enemmän siinä on semmoista jatkuvuutta, kyllä se mun mielestä sitten sitouttaa enemmän. (Analyytikko 2)

...mun mielestä semmoiset jatkuvat, jotka eivät ole katkolla joka vuosi. Jos mä katson vaikka omaa toimialaa, onhan se vähän hölmöä, että esimerkiksi meillä käytännössä ainakin tämä vanha systeemi on ollut se, että kerran vuodessa maksetaan suoritusten pohjalta bonuksia ja sitten periaatteessa se pöytä on putsattu ja sitten lähdetään seuraavaan vuoteen ihan puhtaalta pöydältä. Se ei sitten ota kuin kuluvaan vuoteen ja sitten sä olet vapaa tekemään jotain muuta eikä siinä ole semmoista isoa vaihtoehtokustannusta... (Analyttikko 2)

Sitouttamisperiodin avulla pyritään sitouttamaan johtajaa yritykseen luomalla vaihtoehtokustannus sille, että johtaja lähtee yrityksestä. Haastatteluissa tuli kuitenkin esille myös toinen merkitys sitouttamisperiodille. Sen lisäksi, että sitouttamisperiodin avulla voidaan pyrkiä estämään johtajaa lähtemästä yrityksestä, sen avulla voidaan pyrkiä estämään johtajaa toimimasta lyhytnäköisesti.

...osakkeenomistajan vinkkelistä siinä vaiheessa, kun on syntynyt se maksettava, olisi hyvä vielä, että varmistetaan se, että edelleen toimenpiteet siinä kolmessa vuodessa olisivat semmoisia, että ne eivät neljäntenä vuotena aiheuta negatiivisia asioita. Koska täytyy muistaa, että yhtiön johdolla on aina paras tieto kaikesta siinä yhtiössä ja hallituksellakin on vasta sitten seuraavaksi paras tieto. (Omistaja 1)

...hyvät liikevoittomarginaalit, kun on jätetty investoimatta niihin seuraavaan kolmeen vuoteen tai vastaavia ajatteluja. Tai otettu sellaisia riskejä, jotka saattoivat toteutua siinä myöhäisemmässä vaiheessa. (Omistaja 1)

Sitouttamisperiodin käytöllä voidaan siis estää johtajaa käyttäytymästä lyhytnäköisesti.

Haastatteluissa tuli esiin, että sitouttamisperiodin käyttö ja osakkeiden käyttö palkitsemisessa liittyisivät tiiviisti toisiinsa.

Sitten kysymys miksi käyttää osakkeita instrumenttina palkitsemisessa ollenkaan, jos tarkoitus ei ole, että niitä osakkeita omistetaan jotain aikaa. Jos ajatus on se, että heti kun ne ovat sun arvo-osuustilillä, sä voit ne myydä tai puolen vuoden tai vuoden päästä, silloin osakkeiden käyttö on turhaa. (Haastateltava 1, Omistaja 2)

Sitoutumiseen vaikuttavat kuitenkin muutkin asiat kuin palkkiojärjestelmä.

...musta jotenkin tuntuu, että siinä sitouttamisessa on kumminkin tärkeämpiäkin asioita kuin pelkästään se kannustinjärjestelmä. Sitoutumisen pitää tulla myös muista tekijöistä kuin vaan siitä palkitsemisesta. (Analyttikko 3)

Haastatteluissa tuli esiin myös näkökulma, jonka mukaan johdon sitoutumiseen vaikuttaa johdon henkilökohtaisten tavoitteiden yhteensopivuus yrityksen tavoitteiden kanssa. Hallituksen puheenjohtajan mukaan Case-yrityksen nykyjohtoa motivoi se, että he saavat ostaa ja myydä liiketoimintoja ja rakentaa uutta yhtiötä. Kun rakentamisvaihe on ohi, johdon työn luonne muuttuu ja työstä tulee perusliiketoiminnan pyörittämistä, joka ei motivoi nykyjohtoa. Tällöin johtoa saattaa irtisanoutua ja yritykseen pitää hankkia sellaista johtoa, jonka henkilökohtaiset tavoitteet ovat yhteensopivia yrityksen tavoitteiden kanssa ja joka motivoituu työtehtävistä. Tästä voidaan päätellä, että johdon sitoutumisen kannalta on tärkeää, että johdon henkilökohtaiset tavoitteet ovat riittävässä määrin yhteensopivia yrityksen tavoitteiden kanssa.

No kyllä se rupeaa näkymään sillä, että kun tässä on nyt ollut neljä kivaa vuotta, kun saa rakentaa ihan uutta yhtiötä ja myydä ja ostaa ja strukturoida ja kaikkea tällaista. Mutta sitten kun tästä yhtiöstä... se on saatu johonkin muottiin, sitten siitä tulee entistä enemmän tahkon pyörittämistä ja sitten siellä on... ei se ole enää niiden, jotka ovat sen rakentaneet henkilökohtainen tavoite. Ne ovat erilaisia tyyppejä. Se on vaan reaali-ilma. Ei siellä ei... kyllä ne kertovat mulle sen ihan avoimesti, että katsotaan nyt vielä, mutta nyt rupeaa olemaan tässä nyt ne duunit, jotka mulle rupeavat tässä muodostumaan, eivät ole enää niin kauhean mielenkiintoisia. No sitten pitää hankkia semmoisia, joille ne ovat mielenkiintoisia. (Hallituksen puheenjohtaja)

...halutaan, että tämä johto jaksaa vielä joitakin vuosia vääntää ennen kuin on sitten toisenlaisen... Tämä on nyt sissiarmeija, mutta sitten täytyy hankkia tällainen perusarmeija. (Hallituksen puheenjohtaja)

Haastatteluissa tuli esille, että optioiden käyttö palkitsemisessa voi olla hyvä sitouttamiskeino. Tällöinhän myös palkitsemismuodolla olisi palkitsemisjärjestelmän ehtojen (kuten sitouttamisperiodi) ohella merkitystä sitouttavuuden kannalta.

Niiden (optioiden) hyvä puoli on se, että kun niitä on siinä, on niin raju vipu, että jos sulla on esimerkiksi kurssi alhaalla, sä voit saada pirun hyvän vivun ja hyvän ansainnan tekemättä oikeastaan mitään. Mutta se saa ihmiset pysymään. Silloin, kun sulla on

pysyvyysongelma, sillä saa aika hyvin pysymään. Joka on tietysti strateginen tavoite, ei koko jengiä vaihda. (Hallituksen puheenjohtaja)

Haastatteluissa esille tulleen näkökannan mukaan johtajia ei kuitenkaan haluta sitouttaa yritykseen liian pitkäksi aikaa.

...sitten ei nyt oikein haluta, että joku olisi sitoutunut kolmeksi kymmeneksi vuodeksi, kun siitä halutaan joskus päästä eroon. Ja se on inhimillisesti mun mielestä kohtuutonta rakentaa semmoinen paketti, että ihminen ei voi lähteä, kun se on taloudellisesti... Että hänen etunsa ovat sellaiset, että... kukaan ei palkkaa häntä näillä eduilla. Sitten ne vaan roikkuvat siellä. (Hallituksen puheenjohtaja)

Haastateltujen mukaan palkitsemisjärjestelmän pitäisi samanaikaisesti motivoida ja sitouttaa. Analyytikko 1 vastasi seuraavasti kysymykseen onko olemassa järjestelmiä, jotka motivoivat, mutta eivät niinkään sitouta.

En mä usko, koska mun mielestä se ristiriita on liian suuri, että kyllä silloin me menetään automaattisesti semmoiseen hallitsemattomaan riskinottoon, että jos miettii, että olisi järjestelmä, joka palkitsisi nopeammin ja jos sitä kautta olisi motivoivampi... (Analyytikko 1)

Pitäisi pyrkiä ainakin siihen, ettei ole eroa, että niiden pitäisi samanaikaisesti motivoida ja sitten kuitenkin varmistaa sitoutumiselementti siinä, että se on se paras. (Omistaja 1)

Eräs haastateltu arvioi Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmän sitouttamisperiodin olevan liian lyhyt.

Mun mielestä se jos suhteutetaan siihen, että mahdolliset lockupit (sitouttamisperiodit) ovat lyhyempiä kuin sijoittajien määrittelemät aikatavoitteet, silloin ne ovat väärinpäin... Ja mun mielestä se voisi tässä tapauksessa, kun sulla on näitä lyhyen aikavälin järjestelmiä jo ihan riittämiin, silloin se pitkä lockup pitäisi olla, jolla tehtäisi sitoutuneisuutta. (Haastateltava 1, Omistaja 2)

Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmissä on huomionarvoista se, että ensimmäinen järjestelmä oli toista järjestelmää riskinottoon kannustavampi. Tämä johtuu siitä, että ensimmäisessä järjestelmässä sitouttamisperiodi oli yhden vuoden mittainen, kun taas

toisessa järjestelmässä sitouttamisperiodi on kaksi vuotta. Lyhyempi sitouttamisperiodi kannustaa siis enemmän riskinottoon kuin pidempi sitouttamisperiodi (Lambert, Larcker, and Verrecchia, 1991). Ensimmäisen järjestelmän aikana vuonna 2008 Case-yritys teki yritysoston alueelta C, mitä voidaan ehkä pitää riskiä sisältävänä toimenpiteenä. Tosin myös toisen järjestelmän voimassaoloaikana vuonna 2010 Case-yritys teki yritysoston alueelta B sekä hankki jäljellä olevan 25 prosentin osuuden vuonna 2008 ostetuista alueen C tytäryhtiöistä. Case-yritys hankki myös vähittäiskauppaketjun vuonna 2010 alueelta C. Riskinottokannustimien kannalta lyhyet sitouttamisperiodit ovat voineet olla perusteltu valinta Case-yrityksen tapauksessa. Toisaalta sitouttavuuden kannalta pidemmät sitouttamisperiodit olisivat olleet parempia. Pidemmät sitouttamisperiodit sitouttavat lyhyempiä sitouttamisperiodeita enemmän (Cadman et al. 2011). Case-yrityksen johtoryhmässä on tapahtunut paljon muutoksia, jolloin pidempien sitouttamisperiodien avulla olisi voitu pyrkiä sitouttamaan johtoa paremmin yritykseen.

Varsinkin Case-yrityksen tutkielman laatimisajan ja sitä edeltävien vuosien tilanteessa sitouttaminen on ollut erityisen tärkeää. Case-yritys on joitain vuosia sitten irtautunut omaksi yritykseksi toisesta yrityksestä. Analyytikko 4:n mukaan irtautumisen jälkeen piti pitää huolta siitä, että johto pysyy yrityksessä eli sitouttaa johto yritykseen. Yritykseen tuli johtoa siitä yrityksestä, josta yritys irtautui ja myös ulkopuolelta. Kun yritys on irtautumisen jälkeen kasvanut yritysostojen kautta, yritykseen on tullut lisää uusia johtajia, jotka pitää sitouttaa. Ja jos yritys kasvaa edelleen, uusia yritykseen tulevia henkilöitä pitää sitouttaa, mikä voi tuoda mukanaan uusia palkitsemisjärjestelmiä.

Myös Case-yrityksen toimintaympäristössä on ollut piirteitä, joiden takia sitouttamisen merkitys on korostunut. Analyytikko 2:n mukaan ainakin yhdellä yrityksen markkina-alueella on ollut kilpailua avainresursseista ja yritykset ovat todennäköisesti yrittäneet rekrytoida kilpailijoilta avainhenkilöitä. Tämän takia sitouttaminen olisi kyseisen hetken toimintaympäristössä erityisen tärkeää avainhenkilöiden pysyvyyden takaamiseksi.

5.8 Motivointi

Hallituksen varapuheenjohtajan mukaan palkitsemisjärjestelmän motivoivuudesta kertoo palkkioiden taso.

...olennainen piirre mun mielestä on semmoinen, että ne (palkkiot) ovat sen verran merkittäviä, että toimiva johto jaksaa odottaa ja tehdä töitä niiden eteen. (Hallituksen varapuheenjohtaja)

Haastatteluissa tuli esiin näkemys, jonka mukaan palkitsemisen motivoivuus riippuu siitä, kuinka paljon palkitsemisessa on muuttuvaa palkitsemisen osaa. Toisin sanoen mitä enemmän palkitseminen on suoritusperusteista, sitä palkitsevampaa se on.

...mitä enemmän on tämmöistä muuttuvaa palkan ja muiden etujen osaa, sitä palkitsevampaa se tietysti käytännössä on... (Analyttikko 4)

Haastateltujen mukaan motivoitumiseen vaikuttavat palkitsemisen ohella muutkin asiat kuten työn mielekkyys ja toimintavapaus.

Kai siihen kuuluu tietyn palkitsemisen lisäksi jotain muitakin asioita, mitä nyt voisi tarjota. Varmaan voisi kuvitella, että kyllä se varmaan pitkälti sen hyvän työn ja mielenkiintoisen työympäristön... Tämä on sinänsä varmaan johdolle aika palkitseva työpaikka ollut siinä mielessä, että siellä on tehty isoja muutoksia, mitä ne ovat päässeet tekemään, että sehän on varmaan jo itsessään aika palkitsevaa. Varsinkin jos ne onnistuvat. Ja sitten, toisaalta siihen lisäksi vielä se, jos ne jonkun palkitsemisjärjestelmän ja näin niin. Ne on varmaan ne, millä saadaan ihmiset tekemään hyvin töitä. (Analyttikko 3)

Peruslähtökohtahan on se, että aivotyöntekijöitä ei rahalla... raha on aina hygieniatekijä... Ja kyllä heitä on tähän asti motivoinut se, että otetaan tämä money out of the table, jos teette hyvin, tienaatte hyvin, jos ette niin. Se on selkeä... Ja sitten motivoi se, että he saavat suhteellisen itsenäisesti ja vapaasti toteuttaa itseään ja ajatuksiaan. (Hallituksen puheenjohtaja)

Kyllä heitä on nyt motivoinut, että tämä on mielenkiintoista, jännää, uutta ja heillä on toimintavapaus... (Hallituksen puheenjohtaja)

...se lisää sitä motivaatiota, että joku on aidosti kiinnostunut mun duunista. (Hallituksen puheenjohtaja)

Hallituksen puheenjohtajan mukaan Case-yrityksessä on onnistuttu riittävän toimintavapauden antamisessa johdolle.

Ja mä luulen, että Case-yrityksessä on onnistuttu siinä, hyvä tiimi ja hyvä hallitus, joka on oivaltanut sen, että... riittävän suuri ikäero hallituksen ja johdon välillä. Johto arvostaa erittäin paljon hallituksen kokemusta, ja siinä ei ole koskaan syntynyt... Ja hallituksessa ei ole yhtään sellaista, joka rupeaa bossailemaan tai opettamaan. Mutta on todettu, että tuo on teidän duuni ja tämä on meidän duuni ja yritetään yhdessä kontribuoida. (Hallituksen puheenjohtaja)

Haastatteluissa tuli ilmi, missä olosuhteissa osakepohjaiset järjestelmät kannustavat yritysjohtoa.

No osakepohjaiset järjestelmäthän toimivat hyvin niin kauan kuin niitä saa ja kurssinousee. Sitten tulee ongelmia, kun niitä ei saa tai kurssi sukeltaa. (Hallituksen puheenjohtaja)

Eräs haastateltu kertoi näkemyksensä siitä, minkälaiseksi (motivoiva) palkitsemisjärjestelmä tulisi rakentaa.

Pitkän aikavälin tavoitteet ovat esimerkiksi 40% kokonaissuorituspalkkiosta. Sen sisällä pitää vielä katsoa sillä tavalla, että jos me ollaan jostain sovittu nyt, et sä voi ensi vuonna sanoa, että se olikin leikkiä, vaan sun pitää tehdä se sillä tavalla, että siitä 40%:sta sulla on nämä tehty tuolla tavalla ja sitten sulla on samaan aikaan siinä 40%:n sisällä, että nyt sinne tulee uusia piirteitä, jotka me otetaan mukaan. Ja niitä seurataan ja se palkkio laukeaa sitten vasta kolmen vuoden kuluttua tai sillä tavalla. (Hallituksen varapuheenjohtaja)

Tämän hallituksen varapuheenjohtajan kuvailun palkitsemisjärjestelmän rakentamisesta ja Case-yrityksen palkitsemisjärjestelmän välillä voidaan nähdä olevan eroavuutta. Yllä olevassa sitaatissa hallituksen varapuheenjohtaja sanoo, että sovittuja asioita ei voi enää jälkikäteen muuttaa, mutta uusia tavoitteita voi tulla jälkikäteen jo olemassa olevien rinnalle. Kuitenkin Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmässä hallituksella on mahdollisuus muuttaa mittareita joka vuosi niin halutessaan, jolloin kaikki järjestelmän mittarit voivat muuttua kerralla. Järjestelmässä ei siis ole mitään pysyviä pidemmälle aikavälille sovittuja tavoitteita, joiden rinnalle voisi tulla uusia tavoitteita, vaan pelkästään tavoitteita yhdelle vuodelle, jotka voivat pysyä samana seuraavina vuosina tai muuttua. Tällöin järjestelmä ei vastaa hallituksen varapuheenjohtajan kuvailua. Siinä ei ole samanlaista limittäisyyttä eikä pitkän aikavälin tavoitteita. Hallituksen varapuheenjohtaja

huomaa myös itse kuvailunsa palkitsemisjärjestelmän rakentamisesta ja Case-yrityksen palkitsemisjärjestelmän välisen eron kuvaillessaan sitä, miten Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmää voitaisiin parantaa.

...siihen päähän mä haluaisin vielä muutoksia sillä tavalla, että sitä pitkän tähtäimen kuviota pystyttäisiin katsomaan sillä tavalla, että sitä tarkasteltaisiin niin, että ne tekijät olisivat jollain tavalla limittäin ja hitaammin muuttuvia... (Hallituksen varapuheenjohtaja)

Hallituksen varapuheenjohtajan mukaan lyhyen aikavälin tavoitteita voidaan muuttaa useammin kuin pitkän aikavälin tavoitteita.

Ja sitten on näitä, jotka ovat lyhyemmän aikavälin tavoitteita ja niitä muutetaan sitten railakkaammin. Todetaan, että hei nyt me ollaan arvioitu tämä lyhyen ajan toiminta väärin. Nyt täällä on tämmöisiä palopesäkkeitä, nuo pitää korjata ja niiden osuus on tämmöinen... (Hallituksen varapuheenjohtaja)

Toisaalta haastateltavat kritisoivat Case-yrityksen johdon osakepalkitsemisjärjestelmän ominaisuuksia kuten lyhyttä ansainta- ja sitouttamisperiodia, mittarien vaihtuvuutta ja yhteensopimattomuutta yrityksen strategisten tavoitteiden kanssa ja sanoivat, että osakepalkitsemisjärjestelmän lyhyt ansaintaperiodi on voinut johtaa lyhytnäköiseen toimintaan Case-yrityksessä. Toisaalta suuri osa haastatelluista sanoi kuitenkin uskovansa, että Case-yrityksen johdon palkitsemisjärjestelmät kannustavat johtoa oikeaan suuntaan (alla mainittujen lisäksi tätä mieltä oli Omistaja 1). Voidaan pohtia mistä tämä näkemysten ristiriita johtuu.

...se on just sitä, mitä mä haen, että sulla on tämmöinen kahdentoista kuukauden bonus ja sitten sulla on pidemmällä aikajänteellä tuleva palkkio. Kyllä mun mielestä se... en mä keksi mitään, miksi sen pitäisi olla toisella lailla, miten sitä voisi muuttaa. (Analyytikko 1)

...kyllä mä näkisin, että siellä on hyvä ja varmaan onkin just sekä tämmöiseen lyhyemmän aikavälin kannuste että pidemmän aikavälin. (Analyytikko 4)

Pääsääntöisesti kyllä. Aina niissä on virittämistä. Pääsääntöisesti. Jos haluat kysyä peruskapitalistilta, me ollaan oltu liian avokätisiä. Jos kysyy multa, sanon, että ilman

kunnon porkkanoita, ei olisi tätä vääntöä syntynyt. Se on plussaa ja miinusta. (Hallituksen puheenjohtaja)

Haastatellut näkivät, että palkitsemisen sitominen osakekurssiin kannustaa johtoa oikeaan suuntaan.

...heillähän on osakepalkkiojärjestelmä käytössä, ja se on tietysti varmasti kannustaa oikeaan suuntaan. (Analyytikko 1)

...jos ajattelee, että yritysjohton tehtävä on maksimoida osakkeenomistajien varallisuus... silloin sen osakepohjaisen kannustinjärjestelmän pitäisi olla se oikea tapa kannustaa yritysjohtoa tekemään oikeita asioita. Silloin tehdään niitä asioita, jotka pitkällä tähtäimellä kasvattavat sen yhtiön osakekurssin arvoa. Kyllä varmaan. (Analyytikko 3)

...osakkeenomistajalle kuitenkin se mittari on se osakekurssi ja päivän päätteeksi se ratkaisee, onko se tyytyväinen vai ei. Siihen sidottu kannustin on kuitenkin sitten, pitäisi olla aika linjassa nämä molempien tahojen intressit. (Analyytikko 2)

...varmasti se, että se on osakepohjainen, osittain lisää sitä osakkeenomistajien kanssa sitä samansuuntaisuutta siinä. (Haastateltava 1, Omistaja 2)

Case-yrityksen johdon palkitsemisjärjestelmä nähtiin kilpailukykyisenä.

...mitä johto saa näitä insentiivejä ja palkkaa, tietysti se täytyy suhteuttaa siihen yrityksen kokoon, markkina-arvoon ja liikevaihtoon, että varmaan siihen nähden suhteellisen kilpailukykyistä... (Analyytikko 4)

6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä tutkimuksessa tutkittiin mikä on pitkäjänteistä osakepalkitsemista sidosryhmien: analyytikkojen, hallituksen jäsenten ja omistajien näkökulmasta. Pitkäjänteisellä palkitsemisella tarkoitetaan tässä tutkimuksessa palkitsemista, joka maksimoi osakkeenomistajien arvon pitkällä aikavälillä. Tutkimuksen perustana on agenttiteoria. Motivaationa tutkimukselle on se, että on epätietoisuutta siitä, miten saavuttaa pitkäjänteinen palkitseminen (Bebchuk ja Fried 2010a). Tämä tutkimus voi tuoda uusia näkökulmia tähän

kysymykseen. Palkitsemisen tulisi myös olla tarpeeksi läpinäkyvää, jotta omistajat ja muut sidosryhmät pystyvät arvioimaan sitä ja tarvittaessa painostamaan yritystä omaksumaan toisenlaiset palkitsemisjärjestelyt. (Bebchuk ja Fried 2004) Tämä tutkimus antaa viitteitä siitä, kuinka hyvin omistajat, analyytikot ja hallituksen jäsenet pystyvät arvioimaan palkitsemista.

Monet haastatellut sanoivat uskovansa, että Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmä kannustaa johtoa oikeaan suuntaan. Kuitenkin tarkastellessaan osakepalkitsemisjärjestelmän yksityiskohtia, he olivat sitä mieltä, että järjestelmä ei ole pitkän aikavälin järjestelmä. Tämä tukee Bebchukin ja Friedin (2010a) argumenttia, jonka mukaan se, kannustaako palkitsemisjärjestelmä pitkäjänteiseen toimintaan, riippuu järjestelmän rakenteesta ja sen ehdoista.

Haastateltujen mukaan pitkäjänteinen osakepalkitsemisjärjestelmä kannustaa johtajaa luomaan jatkuvasti lisäarvoa. Kuitenkaan heidän mukaansa osakepalkitsemisjärjestelmä ei kannusta luomaan jatkuvasti lisäarvoa, jos ansaintajakso on vuosi. Ansaintajaksolla tarkoitetaan aikaa, jolta johtajan suoritus mitataan. Toisaalta toiset haastatellut olivat sitä mieltä, että lyhyen aikavälin järjestelmät kannustavat luomaan lisäarvoa myös lyhyellä aikavälillä, jolloin vastaukset kysymykseen, millaiset järjestelmät kannustavat luomaan lisäarvoa jatkuvasti, olivat ristiriitaisia. Tämä siksi että toisten mukaan pitkän aikavälin järjestelmän ansaintajakson pidentäminen kannustaa luomaan jatkuvasti lisäarvoa ja toisten mukaan lyhyen aikavälin järjestelmä kannustaa luomaan jatkuvasti lisäarvoa. Toisaalta nämä vastaukset voivat viitata myös siihen, että lyhyen aikavälin järjestelmä ja pitkän aikavälin järjestelmä yhdessä kannustavat luomaan arvoa jatkuvasti.

Tutkimuksessa havaittiin, että Case-yrityksen ylimmän johdon osakepalkitseminen ei ole pitkäjänteistä palkitsemista sidosryhmien näkökulmasta. Syynä tähän on se, että ansaintajakso on vain vuosi ja mittarit eivät sovi Case-yrityksen strategiaan. Sidosryhmien mielestä vuoden ansaintajakso tekee järjestelmästä lyhyen aikavälin järjestelmän. Tästä voidaan päätellä, että jotta palkitseminen olisi pitkäjänteistä, ansaintajakson täytyy olla pidempi kuin vuosi ja mittarien täytyy sopia strategiaan. Haastatteluissa mainittiin, että vuoden ansaintajakso kannustaa vuoden tuloksen maksimointiin varsinkin, jos yrityksellä menee huonosti. Tämä argumentointi muistuttaa Murphyn ja Jensenin (2011) argumentointia koskien epälineaaristen järjestelmien ongelmallisuutta. Heidän mukaan

sa epälineaariset järjestelmät kannustavat alimman kynnyksarvon kohdalla kasvattamaan eri vuosien suoritusten vaihtelevuutta. Jos johtaja on lähellä alempaa suorituskynnystä, hän olisi mieluummin joinain vuosina paljon kynnyksen alapuolella ja joinain vuosina kynnyksen yläpuolella kuin kaikkina vuosina vähän kynnyksen alapuolella. Tällöin voidaan päätellä, että ongelmana saattaisikin olla järjestelmän epälineaarisuus eikä ansaintajakson lyhyys. Toisin sanoen voi olla, että jos järjestelmä olisi lineaarinen, vuoden ansaintajakso ei olisi ongelma. Yhdysvaltain keskuspankin pankkien palkitsemista koskevan ehdotetun ohjeistuksen (Proposed Guidance on Sound Incentive Compensation Policies 2009) mukaan ansaintaperiodin pidentäminen ja palkitsemisen ja suoriutumisen välisen suhteen muuttaminen ovat tapoja vaikuttaa riskinottokannustimiin. Saman ohjeistuksen mukaan suoritustavoitteilla voi olla olennainen vaikutus riskinottokannustimiin. Työntekijät saattavat ottaa liiallisia riskejä saavuttaakseen suoritustavoitteet, jotka ovat aggressiivisia, mutta mahdollisesti saavutettavissa olevia.

Kuitenkaan ei voida tietää, onko Case-yrityksen osakepalkitsemisjärjestelmä lineaarinen, koska kynnyksarvoja ei ole julkistettu eikä niiden saavuttamisesta saatavia osakkeiden määriä. Tämä vaikeuttaa sidosryhmien kykyä arvioida palkitsemisen tarjoamia riskinottokannustimia. Toisin sanoen haastatteluissa haastateltavat kritisoivat järjestelmän epälineaarisuutta, vaikka saatavilla olevan tiedon perusteella ei voida tietää, onko järjestelmä epälineaarinen vai lineaarinen. Puutteellisen palkitsemisen tiedottamisen takia sidosryhmien kyky arvioida palkitsemista on siis vajavaista. Kuitenkin haastateltavat näkivät vuoden ansaintajakson liian lyhyenä ja se teki järjestelmästä lyhyen aikavälin järjestelmän, joka ei eroa riittävästi lyhyen aikavälin bonusjärjestelmästä. Tästä tutkimuksesta saadaan siis vahvistusta aikaisemman tutkimuksen argumenteille, joiden mukaan lyhyin väliajoin mitattava laskentatoimen tulostittari ei kannusta pitkäjänteiseen toimintaan (Murphy ja Jensen 2011). De Angeliksen ja Grinsteinin (2011) mukaan suurimmissa yrityksissä, joissa esimerkiksi tehdään yritysostoja, suoritustavoitteita pitäisi mitata pidemmällä aikavälillä. Tämä johtuu siitä, että yrityksen riskiprofiilin hallinnan edut todennäköisemmin realisoituvat pidemmällä aikavälillä kuin yksinkertaiset tuotantotoiminnot. Tiedetyt toimitusjohtajan päätökset vaikuttavat yrityksen arvoon kasvuyrityksissä hitaammin. Tämän vuoksi näissä yrityksissä toimitusjohtajan toimintaa pitäisi mitata pidemmällä aikavälillä. Myös aikaisemman kirjallisuuden perusteella Case-yrityksen ansaintajakson pitäisi siis olla pidempi kuin vuosi. Tutkimus antaa myös vii-

teitä siitä, että pienen omistusosuuden omistajilta saattaa puuttua motivaatiota vaikuttaa palkitsemiseen.

Tutkimuksen tulokseksi saatiin, että haastatelluilla sidosryhmillä on kykyä arvioida palkitsemisen pitkäjänteisyyttä kuten sen motivoivuutta ja sitouttavuutta. Haastateltavat eivät kuitenkaan tuoneet esiin haastatteluissa riskinottoa eivätkä analysoineet sitä, miten palkitsemissopimus kannustaa riskinottoon. Kuitenkin riski on yksi keskeinen agenttiongelma (Lambert 2001) ja riskinottokannustimet siksi oleellinen asia pitkäjänteisyyden kannalta. Haastateltavat eivät myöskään tuoneet haastatteluissa esille seuraavia nettotuloksen ja ROCEn puutteita: nettotulos ei kannusta huomioimaan pääoman kustannusta ja ROCE kannustaa investoimaan vain suurimman tuottoprosentin projektiin (Murphy ja Jensen 2011).

Tutkimuksessa tehtiin siis muun muassa seuraavat kolme havaintoa: 1) Haastateltuja sidosryhmiä ei välttämättä kiinnosta johdon palkitseminen, koska he eivät pysty pienen omistusosuutensa takia vaikuttamaan siihen, 2) sidosryhmät eivät saa palkitsemisesta tarpeeksi tietoa sen arvioimiseksi ja 3) sidosryhmät eivät tuoneet esille haastatteluissa kaikkia palkitsemiseen liittyviä oleellisia asioita. Tämän perusteella voidaan pohtia voivatko palkitsemisen määrittäjät manipuloida palkitsemista ulkopuolisten kiinnittämättä siihen huomiota. Jos näin omistajien äänioikeuksien lisääminen ei välttämättä toimi hallintomekanismina.

Aikaisemman kirjallisuuden mukaan riippuu yrityksestä, millaiset ovat optimaaliset palkitsemissopimuksen ehdot (De Angelis ja Grinstein 2011). Case-yritys on kasvanut yritysostoin ja myynyt ydinliiketoimintaan liittymättömiä toimintoja pois. De Angeliksen ja Grinsteinin (2011) mukaan tämäntyppisissä yrityksissä käytetään enemmän markkinaperusteisia mittareita kuin laskentatoimeen perustuvia mittareita. Tämä viittaisi siihen, että yrityskauppoja tekeviin yrityksiin sopisivat laskentatoimen mittareita paremmin markkinaperusteiset mittarit. Myös osa haastateltavista näki, että mittarit ROCE ja EPS eivät sovi yrityskauppoja tekevään Case-yritykseen. Case-yrityksen strategian painopiste on myös vaihdellut kasvun ja kannattavuuden välillä. De Angelisin ja Grinsteinin (2011) tutkimuksen tulosten mukaan kun yrityksen optimaaliset strategiat muuttuvat nopeasti ajan kuluessa, yritys luottaa vähemmän ennalta määriteltyihin suoritusmittareihin. Case-yrityksessä painopiste on vaihdellut kannattavuuden ja kasvun välillä, joten edellä mainitun mukaisesti Case-yritykselle voi olla kannattavaa sitoa pienempi

määrä palkitsemisesta ennalta määrättyihin tavoitteisiin. Tällä hetkellä osakeperusteinen palkitseminen on sidottu ”strategisten tavoitteiden saavuttamiseen”.

Voidaan siis todeta, että sekä aikaisemman kirjallisuuden että tämän tutkimuksen tulosten mukaan Case-yrityksen kaltaiselle yritysostaja tekeväälle yritykselle ei sovi sellainen osakepalkitsemisjärjestelmä kuin Case-yrityksellä on eli järjestelmä, jossa on vuoden ansaintajakso ja EPS ja ROCE mittarit. Toisin sanoen tulokseksi saadaan, että jos yritys tekee yritysostaja, ansaintajakson pitäisi olla pidempi kuin vuosi ja suoritustittareina pitäisi käyttää muita mittareita kuin EPSin ja ROCEn kaltaisia laskentatoimen mittareita. Tämä vahvistaa aikaisemman tutkimuksen argumentteja ja tuloksia.

Case-yrityksen sitouttamisperiodi on lyhyt verrattaessa Euroopan komission suosituksen (Commission recommendation on remuneration of directors of listed companies 2009, 385) ohjeeseen, jonka mukaan sitouttamisperiodin pitäisi olla vähintään kolme vuotta. Kyseisen ohjeen mukaan sitouttamisperiodin laukeamisen pitäisi perustua ennalta määriteltyihin ja mitattaviin suoritustittareihin. Kuitenkin Case-yrityksen tapauksessa sitouttamisperiodin laukeaminen perustuu ajan kulumiseen. Ohjeen mukaan sitouttamisperiodin jälkeen johtajien täytyisi omistaa tietty osa osakkeista koko toimituhteensa ajan. Case-yrityksessä on voimassa tällainen ohjeistus.

Tulevaisuudessa voitaisiin tutkia muiden sidosryhmien näkemyksiä siitä, mitä on ylimmän johdon pitkäjänteinen palkitseminen. Eräs kiinnostava sidosryhmä voisi olla toimitajat, sillä Bebchukin ja Friedin (2004) mukaan myös muiden kuin palkitsemisen asiantuntijoiden pitäisi pystyä arvioimaan palkitsemista palkitsemisesta tiedotettujen tietojen perusteella. Toinen kiinnostava sidosryhmä olisivat palkitsemiskonsultit. Voittaisiin myös jatkaa sen tutkimista, mikä on pitkäjänteistä osake- ja mikä pitkäjänteistä optiopalkitsemista kvalitatiivisin menetelmin, koska suurin osa hyvän hallintotavan tutkimuksesta on luonteeltaan kvantitatiivista (Adams et al. 2009; Werner and Ward 2004).

LÄHTEET

- Adams, R., Hermalin, B. and Weisbach, M. 2009. "The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework & survey." ECGI - Finance Working Paper No. 228/2009.
- Ahrens, Thomas; Chapman, Christopher S. 2006. "Doing qualitative field research in management accounting: Positioning data to contribute to theory." *Accounting, Organizations and Society*, 31, pp. 819-841.
- Antle, R.; Smith, A. 1986. "An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executives." *Journal of Accounting Research*, 24: 1-39.
- Balsam, B., Miharjo, S. 2007. "The effect of equity compensation on voluntary executive turnover." *Journal of Accounting and Economics*, 43, 95-119.
- Barclay, Michael J.; Gode, Dan; Kothari, S. P. 2000. "The Advantages of Using Earnings for Compensation: Matching Delivered Performance." Working Paper, University of Rochester, New York University, MIT, Cambridge.
- Bebchuk, Lucian A.; Cohen, Alma; Spamann, Holger 2010. "The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008". Working Paper, Harvard Law School, NBER and ECGI, Tel-Aviv University.
- Bebchuk, Lucian A. ja Fried, Jesse M. 2010a. "How to Tie Equity Compensation to Long-Term Results". *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 22, No. 1, pp. 99-106.
- Bebchuk, Lucian A. ja Fried, Jesse M. 2010b. "Paying for long-term performance". *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 158, pp. 1915-1959.
- Bebchuk, Lucian A. 2010. "How to Fix Bankers' Pay". *Daedalus*, Vol. 139 (4).
- Bebchuk, Lucian ja Fried, Jesse 2004. *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge: Harvard University Press. s. 304.
- Bebchuk, Lucian ja Fried, Jesse 2003. "Executive Compensation as an Agency Problem". *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 3, pp. 71-92.
- Bebchuk, Lucian A. ja Spamann, Holger 2010. "Regulating Bankers' Pay". *Georgetown Law Journal*, Vol. 98, pp. 247-287.
- Bebchuk, Lucian A. ja Weisbach, Michael S. 2009. "The State of Corporate Governance Research". Working Paper, Harvard Law School, The Ohio State University.
- Bellemare, C., M. Krause, S. Kröger, Zhang C. 2005. "Myopic loss aversion: information feedback vs. investment flexibility." *Economics Letters*, Vol. 87, (3),

pp. 319-324.

Bhagat, Sanjai; Romano, Roberta 2010. "Reforming Executive Compensation: Simplicity, Transparency and Committing to the Long-term." Working Paper, University of Colorado, Yale Law School.

Bluedorn, A. C.; Denhardt, R. B. 1988. "Time and organizations." *Journal of Management*, Vol. 14, (2), pp. 299-320.

Blumberg, Boris. 2005. *Business Research Methods*. Second European Edition. Berkshire: McGraw-Hill Education. 632. ISBN-13 978-0-07-711745-0.

Brisley, Neil 2004. "Executive Stock Options: Early Exercise Provisions and Risk-taking Incentives." Working Paper, Richard Ivey School of Business, University of Western Ontario.

Brunzell, Tor; Liljeblom, Eva ja Vaihekoski, Mika 2009. "Short-term expectations in listed firms: the mitigating impact of large owners". Working Paper; Stockholm University, School of Business; Hanken School of Economics; Turku School of Economics and Lappeenranta University of Technology, School of Business.

Bryman, Alan; Bell, Emma. 2003. *Business Research Methods*. New York: Oxford University Press. 575. ISBN-019-925938-0.

Burns, Natasha; Kedia, Simi 2006. "The impact of performance-based compensation on misreporting." *Journal of Financial Economics*, 79 (2006) 35-67.

Cadman, Brian; Klasa, Sandy; Matsunaga, Steve 2009. "Determinants of CEO Pay: A Comparison of ExecuComp and Non-ExecuComp Firms." Working Paper, University of Utah, University of Arizona, University of Oregon.

Cadman, Brian; Rusticus, Tjomme; Sunder, Jayanthi 2011. "Stock Option Grant Vesting Terms: Economic and Financial Reporting Determinants." Working Paper; David Eccles School of Business, University of Utah; Kellogg School of Management, Northwestern University; Eller School of Management, University of Arizona.

Campbell, D.; Stanley, J. C. *Experimental and Quasi-Experimental Designs for Research*. Chicago: Rand McNally College Publishing Co., 1963.

Carpenter J., 2000. "Does option compensation increase managerial risk appetite." *Journal of Finance*, 55, 2311-2331.

Chakhovich, Terhi 2010. "Essays on Managerial Myopia and Subject Positions in Companies with Different Governance Structures". Dissertation, Aalto University School of Economics.

Cheng, Ing-Haw; Hong, Harrison; Scheinkman, Jose 2009. "Yesterday's Heroes: Compensation and Creative Risk-Taking." Working Paper, University of Michigan (Ross), Princeton University.

Cheng, Qiang; Warfield, Terry D. 2005. "Equity Incentives and Earnings Management." *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 2, pp. 441-476.

Chi, Jianxin (Daniel); Johnson, Shane A. 2009. "The Value of Vesting Restrictions on Managerial Stock and Option Holdings." Working Paper, Arizona State University, Texas A&M University.

Cicero, David C. 2009. "The Manipulation of Executive Stock Option Exercise Strategies: Information Timing and Backdating." Working Paper, University of Delaware, forthcoming in *Journal of Finance*.

Coles, J., Daniel, N., Naveen, L., 2006. "Managerial incentives and risk-taking." *Journal of Financial Economics*, 79, 431-468.

Core, John E.; Guay, Wayne; Verrecchia, Robert E. 2000. "Are Performance Measures Other than Price Important to CEO Incentives." Working Paper, University of Pennsylvania.

Core, John E.; Guay, Wayne R. 2010. "Is there a case for regulating executive pay in the financial services industry?" Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania.

Core, John E.; Guay, Wayne; Larcker, David F. 2002. "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey". Working Paper, University of Pennsylvania.

Courty, P.; Marschke, G. 2004. "An empirical investigation of gaming responses to explicit performance incentives." *Journal of Labor Economics*, Vol. 22, (1), pp. 23-56.

Das, T. K. 1987. "Strategic planning and individual temporal orientation." *Strategic Management Journal*, Vol. 8, pp. 203-209.

Davila, Antonio; Penalva, Fernando 2006. "Governance structure and the weighting of performance measures in CEO compensation." *Review of Accounting Studies*, 11:463-493.

De Angelis, David; Grinstein, Yaniv 2011. "Pay for the Right Performance." Working Paper, Cornell University.

Dikolli, Shane S.; Kulp, Susan L.; Sedatole, Karen L. 2003. "The Role of CEO and Investor Horizons in the Contracting Use of Forward-Looking Performance Measures." Harvard NOM Research Paper No. 03-35.

Dikolli, Shane S. 2001. "Agent Employment Horizons and Contracting Demand for Forward-Looking Performance Measures." *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, No. 3, pp. 481-494.

- Dikolli, Shane S.; Vaysman, Igor 2006. "Contracting on the Stock Price and Forward-Looking Performance Measures." *European Accounting Review*, Vol. 15, No. 4, pp. 445–464.
- Dittmann, Ingolf; Maug, Ernst; Zhang, Dan 2011. "Restricting CEO Pay." Working Paper, Erasmus University, University of Mannheim.
- Dutta, Sunil; Reichelstein, Stefan 2005. "Stock price, earnings, and book value in managerial performance measures." *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 4, pp. 1069-1100.
- Eriksson, Päivi; Kovalainen, Anne 2008. *Qualitative Methods in Business Research*. SAGE Publications Ltd.
- Frydman, Carola; Jenter, Dirk 2010. "CEO Compensation." Working Paper, Massachusetts Institute of Technology and Stanford University.
- Fudenberg, D., Holmström, B., Milgrom, P., 1990. "Short-term contracts and long-term agency relationships." *Journal of Economic Theory*, 51, 1-31.
- Gao, Zhan; Hwang, Yuhchang; Wu, Wan-Ting 2011. "The Determination and Interdependence of Contractual Features of Executive Equity Compensation." Working Paper, Lancaster University, Arizona State University; University of Massachusetts, Boston.
- Gibbs, Michael; Merchant, Kenneth A.; Van der Stede, Wim A.; Vargus, Mark E. 2004. "Performance Measure Properties and Incentives." IZA Discussion Paper No. 1356, University of Chicago and IZA Bonn, University of Southern California, University of Texas.
- Goldman, Eitan; Slezak, Steve L. 2005. "An equilibrium model of incentive contracts in the presence of information manipulation." Working Paper, University of North Carolina, University of Cincinnati.
- Gopalan, Radhakrishnan; Milbourn, Todd; Song, Fenghua; Thakor, Anjan V. 2010. "The Optimal Duration of Executive Compensation: Theory and Evidence." Working Paper; Olin Business School, Washington University and Smeal College of Business, Pennsylvania State University.
- Hall, Brian J. 2003. "Six Challenges in Designing Equity-based Pay." *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, No. 3, pp. 21-33.
- Hammersley, M. 1996. "The Relationship between Qualitative and Quantitative Research: paradigm loyalty versus methodological eclecticism". In J. Richardson (ed.) *Handbook of Qualitative Research Methods for Psychology and the Social Sciences*, Leicester: BPS Books; 159-174.
- Holmström, B. 1979. "Moral hazard and observability." *Bell J. Econ.* 10(1):74—91.

Holmström, B.; Milgrom, P. 1991. "Multitask principal-agent analyses: Incentive contracts, asset ownership, and job design." *Journal of Law, Economics, and Organization* 7: 24-52.

Ikäheimo, Seppo; Löyttyniemi, Timo; Tainio, Risto. 2003. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät, Hyvä saa palkkansa? Jyväskylä: Talentum Media Oy. 281s. Enterprise Adviser –kirjasarjan nro 27. ISBN 952-14-0152-4.

Indjejikian, Raffi J. 1999. "Performance Evaluation and Compensation Research: An Agency Perspective." *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 2, pp.147-157.

Ittner, C. D., Larcker, D. F.; Meyer, M. 2003. "Subjectivity and the weighting of performance measures: evidence from a balanced scorecard." *The Accounting Review*, Vol. 78, pp. 725-758.

Jensen, Michael C. 2006. "Management and the capital markets: Issues in managing the tensions between two cultures." Working Paper, Harvard Business School.

Jensen, Michael C.; Meckling, William H. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.

Jensen, Michael; Murphy, Kevin 1990. "Performance Pay and Top Management Incentives." *Journal of Political Economy*. 98:2, pp. 225–63.

Kinnunen, Juha; Laitinen, Erkki K.; Laitinen, Teija; Leppiniemi, Jarmo; Puttonen, Vesa 2007. Avain laskentatoimeen ja rahoitukseen. Keuruu: KY-Palvelu Oy. 174s. ISBN 978-952-99060-4-8

Kole, S., 1997. "The complexity of compensation contracts." *Journal of Financial Economics*, 43, 79-104.

Korhonen J. 1997. Executive Incentives. Master's thesis, Helsinki School of Economics.

Kostiander, Leena 2011. "Essays on Political Corporate Governance and Governance Reforms: Consequences from Sociological Perspectives." Doctoral Dissertation, Aalto University publication series, Aalto Print, Helsinki 2011.

Kuang, Yu Flora; Qin, Bo 2009. "Performance-vested stock options and interest alignment." *The British Accounting Review*, Vol. 41, nro 1, s. 46-61.

Lambert, Richard A.; Larcker, David F. 2004. "Stock Options, Restricted Stock, and Incentives." Working Paper, University of Pennsylvania.

- Lambert, Richard A.; Larcker, David F. 1987. "An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts." *Journal of Accounting Research* 25 Supplement: 129-149.
- Lambert, Richard; Larcker, David F.; Verrecchia, Robert E. 1991. "Portfolio considerations in valuing executive compensation." *Journal of Accounting Research* 29, 129-149.
- Lambert, Richard A. 2001. "Contracting Theory and Accounting." Working Paper, University of Pennsylvania.
- Langer, T.; Weber, M. 2005. "Myopic prospect theory vs. myopic loss aversion: how general is the phenomenon?" *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 56, pp. 25-38.
- LeRoy, Stephen 2010. "Convex Payoffs: Implications for Risk-Taking and Financial Reform." Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, October 4 2010.
- Locke, E. A.; Latham, G. P. 1990. A theory of goal setting & task performance. Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Luft, J.; Shields, M. D. 2002. "Learning the drivers of financial performance: judgment and decision effects of financial measures, nonfinancial measures, and statistical models." Working Paper, Michigan State University.
- Manso, Gustavo 2011. "Motivating Innovation." Working Paper, MIT Sloan School of Management, forthcoming in the *Journal of Finance*.
- Merchant, K. A.; Bruns, W. J. 1986. "Measurements to cure management myopia." *Business Horizons*, Vol. 29, pp. 56-64.
- Merchant, K. A. 1989. "Rewarding results: motivating profit center managers." Boston, Harvard Business School press.
- Meulbroek, L. 2001. "The efficiency of equity-linked compensation: understanding the full cost of awarding executive stock options." *Financial Management*, 30, 5-30.
- Moers, F. 2005. "Discretion and bias in performance evaluation: the impact of diversity and subjectivity." *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 30, pp. 67-80.
- Murphy, Kevin J.; Jensen, Michael C. 2011. "CEO Bonus Plans: And How to Fix Them." Working Paper, University of Southern California, Harvard Business School.
- National Academy of Engineering 1992. "Time horizons and technology investments." Washington DC, National Academy Press.
- Okamoto, Karl S.; Edwards, Douglas O. 2010. "Risk-taking." Working Paper, Drexel University, University of Colorado Law School.

- Orne, M. 1962. "On the Social Psychology of the Psychological Experiment: With Particular Reference to Demand Characteristics and Their Implications." *American Psychologist*, s. 776-783.
- Peng, Lin; Röell, Ailsa 2008. "Manipulation and Equity-Based Compensation." *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 98:2, 285–290.
- Powell, R.; Single, H. 1996. "Focus groups." *International Journal of Quality in Health Care*, 8(5): 499-504.
- Raith, Michael 2009. "Optimal Incentives and the Time Dimension of Performance Measurement". Working Paper, University of Rochester.
- Rosenthal, R. 1969. "Interpersonal Expectations: Effects of the Experimenter's Hypothesis." in R. Rosenthal ja R. Rosnow (eds.), *Artifact in Behavioral Research*. New York: Academic Press.
- Scott, J. 1990. *A Matter of Record* (Cambridge: Polity).
- Shleifer, A.; Vishny, R. 1997. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance* 52:737–83.
- Sistonen, Samuli. Johdon palkitseminen. Boardman Oy. Tallinna Raamatutrukikoja OY, Tallinna 2011.
- Sliwka, D. 2002. "On the use of nonfinancial performance measures in management compensation." *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 11, (3), pp. 487-511.
- Sloan, Richard G. 1993. "Accounting Earnings and Top Executive Compensation." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16 Issue 1-3, p55-100.
- Stein, J., 1989. "Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior." *Quarterly Journal of Economics*, 104, 655–669.
- Tellis, W. 1997. "Introduction to Case Study". *The Qualitative Report* 3(2). <http://www.nova.edu/QR/QR3-2/tellis1.html>.
- Van der Stede, W. A. 2000. "The relationship between two consequences of budgetary controls: budgetary slack creation and managerial short-term orientation." *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 25, pp. 609-622.
- van Rinsum, Marcel; Hartmann, Frank 2007. "Performance Measurement System Properties and Managerial Time Orientation: Survey and Experimental Evidence." Working Paper, Erasmus University.

Werner, S. and Ward, S. 2004. "Recent compensation research: An eclectic review." *Human Resource Management Review*, 14: 201-227.

Yin, R. Case Study Research: Design and Methods. Beverly Hills: SAGE Publications, 1989.

Yin, R. Case Study Research. Thousand Oaks, CA: Sage, 2002.

<http://www.balancedscorecard.org/BSCResources/AbouttheBalancedScorecard/tabid/55/Default.aspx> luettu 20.5.2012

<http://www.investopedia.com/terms/e/eva.asp#axzz1vQa32Poj> luettu 20.5.2012

http://www.investorwords.com/8702/stock_price.html luettu 20.5.2012

<http://www.investopedia.com/terms/s/stockmarket.asp#axzz1vQa32Poj> luettu 20.5.2012

<http://www.investopedia.com/terms/s/stock.asp#axzz1vQa32Poj> luettu 20.5.2012

<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=279> luettu 21.5.2012

<http://www.fasri.net/index.php/2009/06/standards-for-nonfinancial-performance-measures/> luettu 21.5.2012

http://lexicon.ft.com/Term?term=non_financial-performance-measures luettu 21.5.2012

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/eva.html luettu 23.5.2012

http://www.valuebasedmanagement.net/methods_eva.html luettu 23.5.2012

<http://www.investorwords.com/4725/stock.html#ixzz1viT2KdDt> luettu 23.5.2012

<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Stock+Market> luettu 23.5.2012

<http://www.investorwords.com/1719/EPS.html#ixzz1vnOPj9xp> luettu 24.5.2012

<http://lexicon.ft.com/Term?term=return-on-capital-employed--ROCE> luettu 24.5.2012

www.nordnet.fi

http://www.investorwords.com/2189/going_concern.html luettu 9.8.2012

<http://www.investorwords.com/5774/ROCE.html>

Liite 1

Haastattelurunko

Samankaltaista haastattelurunkoa käytettiin kaikissa haastatteluissa seuraavaa poikkeusta lukuun ottamatta. Hallituksen jäseniltä ja analyytikoilta kysyttiin heidän henkilökohtaisista aikahorisonteistaan ja heidän näkemyksistään koskien Case-yritystä eikä yrityksestä, jossa he toimivat haastattelun aikana.

Johdanto: tavoitteet, aikahorisontit, motiivit

- Haastattelun tausta (koulutus, työhistoria) ja nykyinen työ, työhön liittyvät tavoitteet eri aikaperiodeille
- Case-yrityksen tavoitteet eri aikaperiodeille, Case-yrityksen johdon tavoitteet eri aikaperiodeille ja ristiriidat henkilökohtaisten ja yrityksen tavoitteiden välillä
- Tyytyväisyys aikahorisontteihin ja aikahorisonttien välinen tärkeysjärjestys
- Henkilökohtainen motivoituminen ja siihen liittyvät aikahorisontit

Suorituksenmittaus ja palkitseminen

- Suorituksenmittausjärjestelmät (sekä muodolliset että epämuodolliset): niiden sisältö, motivoiva vaikutus ja aikahorisontti
- Yrityksen hallintorakenteen (erityisesti listattu/ei-listattu) ja yrityksen ympäristön vaikutus aikahorisonttiin ja vapauteen työssä

Liite 2

Lista haastatelluista henkilöistä

Case-yritys, Hallituksen puheenjohtaja 40 min	18.11.2010	1 tunti
Case-yritys, Hallituksen varapuheenjohtaja	9.11.2010	2 tuntia
Investointipankki A, Analyytikko	1.11.2010	1 tunti
Investointipankki B, Analyytikko	2.11.2010	1 tunti
Investointipankki C, Analyytikko	24.11.2010	50 min
Investointipankki D, Analyytikko	8.12.2010	1 tunti
Institutionaalinen omistaja E, varatoimitusjohtaja	4.3.2011	50 min
Institutionaalinen omistaja F, varainhoitotiimi	8.3.2011	1 tunti
Institutionaalinen omistaja G, toimitusjohtaja	23.3.2011	25 min